



삼성생명 (032830)

사업가치와 지분가치 모두 상향

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (하향)

목표주가(상향): 125,000원

현재 주가(8/13)	125,300원
상승여력	▼0.2%
시가총액	250,600억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	140,700 / 73,600원
90 일 일평균 거래대금	452.88억원
외국인 지분율	22.0%

주주 구성	
삼성물산 (외 9 인)	44.1%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

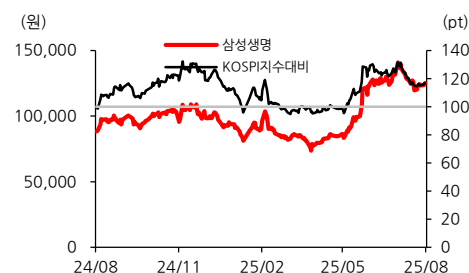
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.8	45.4	39.2	33.3
상대수익률(KOSPI)	-6.3	21.7	14.4	10.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,449	542	1,450	1,441
투자손익	222	1,264	845	753
영업이익	1,671	1,806	2,295	2,194
지배순이익	1,895	2,107	2,347	2,339
CSM (*)	11,691	12,139	13,594	14,841
수정 EPS	10,554	11,732	13,071	13,025
수정 BPS	262,532	194,950	224,118	228,323
수정 PER	6.5	8.1	9.6	9.6
수정 PBR	0.3	0.5	0.6	0.5
수정 ROE	4.2	5.1	6.2	5.8
배당수익률	5.4	4.7	4.7	4.6

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록했습니다. 기대 이상의 CSM 성장에 따른 사업가치 증대와 전자 지분가치 증대를 반영해 목표주가를 상향하나, 상승여력 제한으로 투자의견은 Hold로 하향합니다.

2Q25 지배 순이익 7,589억원(+2% YoY), 컨센서스 상회

삼성생명의 2Q25 연결 지배 순이익은 7,589억원(+2% YoY)으로 시장 컨센서스를 9% 상회하는 양호한 실적을 기록. 특이요인으로 손실계약에서 환입이 발생함. 2Q25 보험손익은 5,535억원(+25% YoY)으로 증가. 예금보험료 조정 및 보유계약 데이터 정비로 인해 손실계약에서 900억원의 환입이 발생한 것과 CSM 상각액이 증가한 것이 주 원인. 보험금 예실차의 악화는 사업비가 대부분 상쇄함. 2Q25 투자손익은 1,422억원(+31% YoY), 일반계정 기준 1,329억원(+40% YoY)으로 증가. 본질 성과인 이자+배당수익이 증가세(+630억원 YoY)를 이어간 가운데 환율 하락에 따른 보험금융손익 영향이 +106억원 반영됨. 신계약은 보장성을 중심으로 APE가 5% 감소했으나 마진배수가 전분기 대비 2개월 개선되면서 신계약 CSM이 17% QoQ 증가함. 이에 힘입어 CSM 잔액은 4% QoQ 증가하면서 생보사 최초로 13조원대를 기록. 해지 증가로 기중 -2,000억원대 조정이 발생했으나, 전술한 예보료 및 보유계약 데이터 정비가 이익계약에서도 +1,700억원의 조정을 야기함

사업가치와 지분가치 모두 상향

삼성생명의 잠정 K-ICS비율은 187%로 10%p QoQ 상승. 기중 장기 금리가 상승하면서 삼성전자 지분가치를 제외한 자산-부채 평가액이 1.3조원 증가함. 현재 시장금리와 삼성전자 주가를 기준으로 동사의 AOCI는 추가적으로 3조원대 증가할 것으로 추정됨. 동사의 금리듀레이션 갭은 -1.4년으로, 전분기보다 0.2년 축소되었지만 여전히 금리민감도가 높은 편이라는 점은 지켜봐야 할 요인. 호실적과 기대 이상의 CSM 성장을 반영해 이익 추정치를 2025년 5%, 2026년 1% 상향함. 동시에 CSM 증가에 따른 사업가치 증대와 전자 주가 상승에 따른 지분가치 증대로 순자산가치가 16% 증가한 점을 반영해 목표주가를 이전 대비 18% 상향한 125,000원으로 제시함. 다만 현 주가가 적정 가치를 충분히 반영하여 상승여력이 제한적인 점을 감안해 투자의견은 Hold로 하향함

[표1] 삼성생명의 2Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q25P	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	553.5	443.6	24.8	277.9	99.2	n/a	n/a
투자손익	142.2	108.4	31.1	534.4	-73.4	n/a	n/a
영업이익	695.6	552.0	26.0	812.3	-14.4	641.5	8.4
당기순이익	496.8	438.6	13.2	703.7	-29.4	509.7	-2.5
(연결)지배주주 순이익	758.9	746.4	1.7	635.3	19.5	695.6	9.1

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

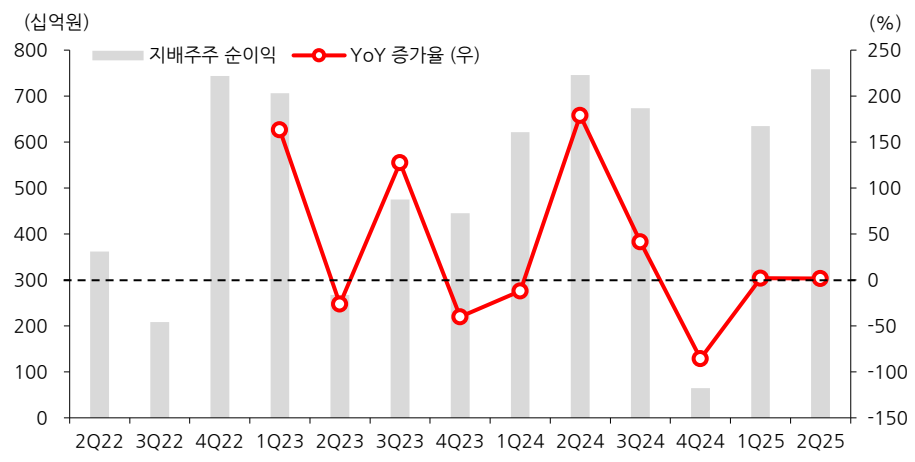
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	268	444	475	-645	278	553	99.2	24.8
일반/VFA 모형	280	457	491	-625	300	583	94.4	27.5
예실차	-116	45	11	-463	-89	35	흑전	-22.4
보험금*	-131	28	-13	-273	-105	-7	적지	적전
사업비	15	18	24	-190	16	42	161.2	134.1
RA 변동	77	77	80	77	82	81	-1.0	4.9
CSM 상각	339	346	347	285	344	367	6.7	6.1
손실계약관련	-34	-12	44	-517	-63	75	흑전	흑전
기타	13	0	9	-7	26	24	-9.4	7,296.8
기타사업비	12	13	16	20	22	29	34.0	117.6
투자손익	487	108	119	551	534	142	-73.4	31.1
일반계정	436	95	97	542	523	133	-74.6	40.3
특별계정	51	14	21	9	12	9	-21.5	-32.2
보험금융손익	-1,914	-1,970	-1,428	-845	-1,898	-2,945	적지	적지
일반계정	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435	-1,422	적지	적지
특별계정	-451	-505	-12	220	-462	-1,524	적지	적지
투자서비스손익	2,400	2,079	1,547	1,396	2,432	3,088	27.0	48.5
일반계정	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958	1,555	-20.6	-0.3
특별계정	501	518	33	-211	474	1,533	223.3	195.7
영업이익	755	552	594	-94	812	696	-14.4	26.0
영업외이익	7	18	-15	6	-4	-42	적지	적전
세전이익	761	570	579	-88	808	654	-19.1	14.8
당기순이익	651	439	461	-64	704	497	-29.4	13.2
(연결)지배주주 순이익	622	746	674	65	635	759	19.5	1.7
AUM	248,038	251,259	243,759	243,299	247,993	247,654	-0.1	-1.4
투자서비스손익(일반계)	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958	1,555	-20.6	-0.3
Yield	3.1	2.5	2.5	2.6	3.2	2.5	-0.7	0.0
CSM (보유 순부채)	11,970	12,165	12,320	12,139	12,494	13,004	4.1	6.9
CSM 상각	339	346	347	285	344	367	6.7	6.1
단순상각률	11.5	11.5	11.3	9.3	11.0	11.3	0.3	-0.2
신계약 CSM (원수)	858	788	835	780	658	769	16.8	-2.5
전체 APE	1,014	810	1,035	1,000	872	831	-4.7	2.6
단순마진 (개월)	10.2	11.7	9.7	9.4	9.1	11.1	2.0	-0.6

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준, *보험료 경험조정 포함

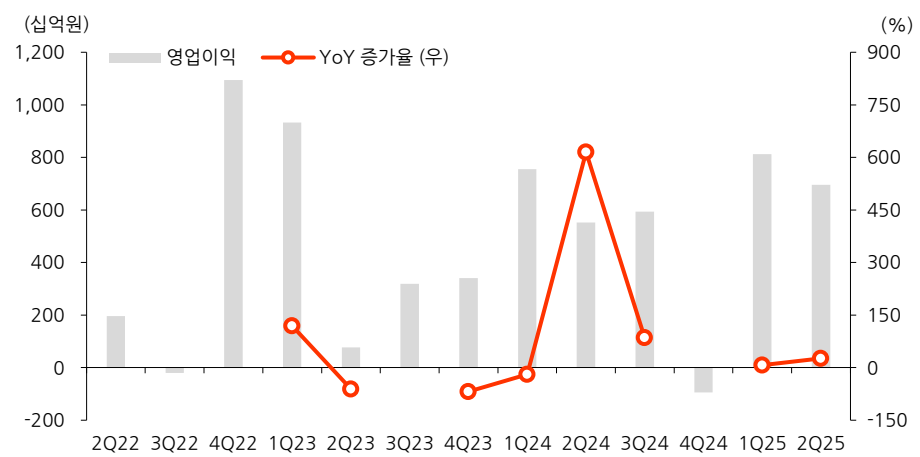
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



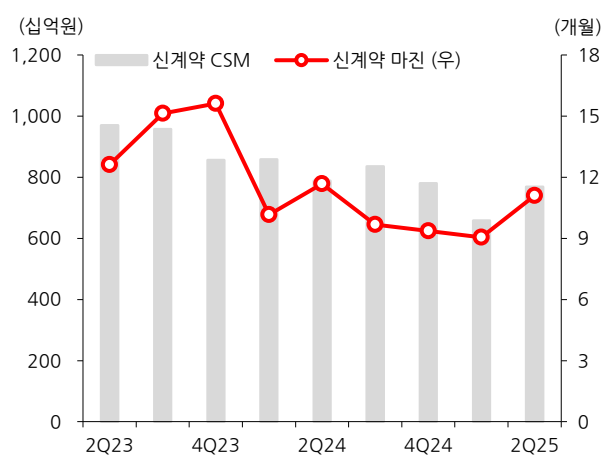
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 분기별 별도 영업이익 및 증가율



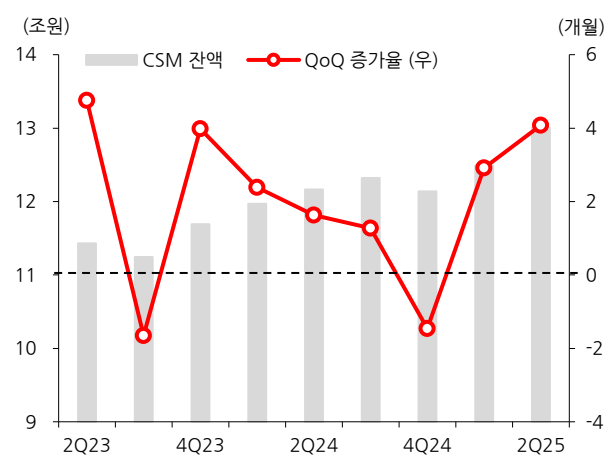
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 신계약 CSM 및 마진배수



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

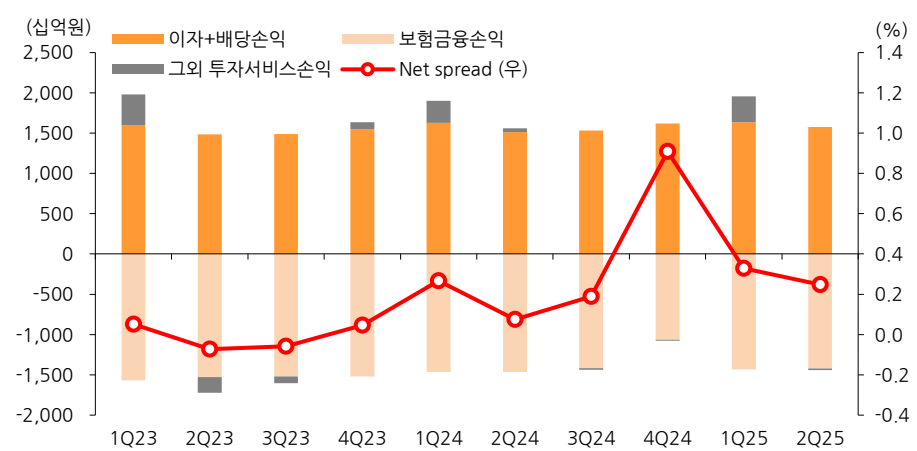
[그림4] 삼성생명의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

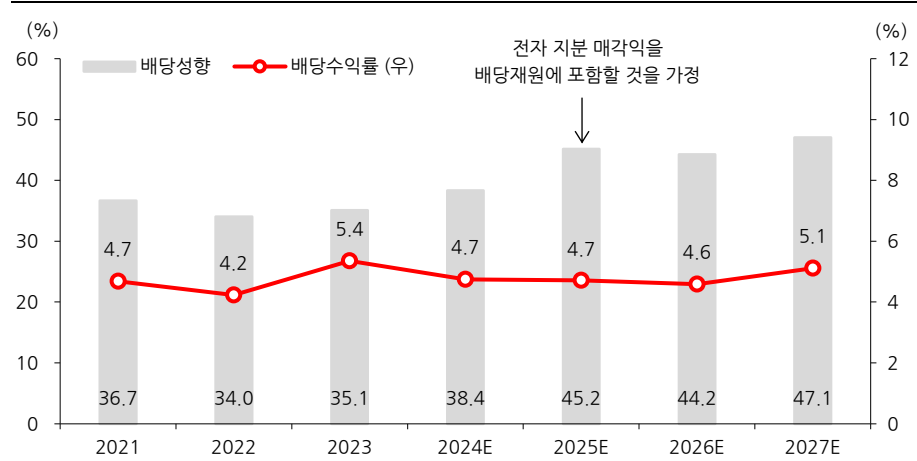
[그림5] 삼성생명의 투자손익과 이차 스프레드



주: Net spread는 이차+배당손익과 보험금융손익의 합계를 운용자산 평잔으로 나누어 산출

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	13.0	
무위험수익률	2.4	
Risk Premium	11.2	Bloomberg Rm
Beta (β)	0.9	Bloomberg β
Average ROE	11.0	향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	
이론적 PBR	0.85	
할증률 (할인률)	-30.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.60	
수정 BPS	119,609	12개월 forward 수정 BPS
보험 사업가치 (십억원)	14,270	목표 PBR*수정 BPS*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	10,811	세후 주주 가치에 55% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	25,081	사업가치+지분가치
목표주가	125,000	
조정률	17.9	
현 주가	125,300	
상승여력	-0.2	

자료: 한화투자증권 리서치센터

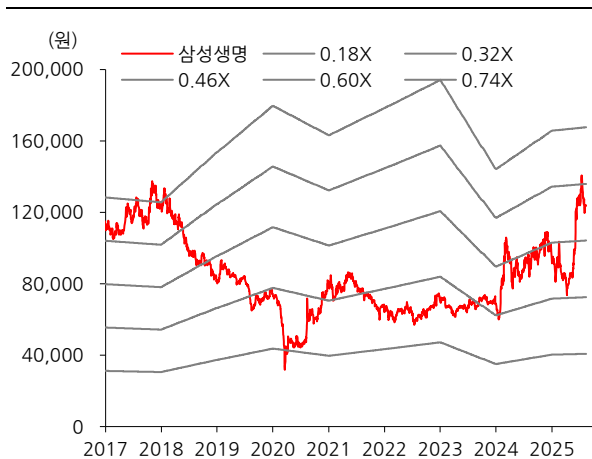
[표4] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
지배주주 순이익	2,347	2,339	2,234	2,318	5.1	0.9
수정 EPS	13,071	13,025	12,442	12,907	5.1	0.9
수정 BPS	224,118	228,323	193,671	197,176	15.7	15.8
수정 ROE	6.2	5.8	6.4	6.6	-0.2	-0.8

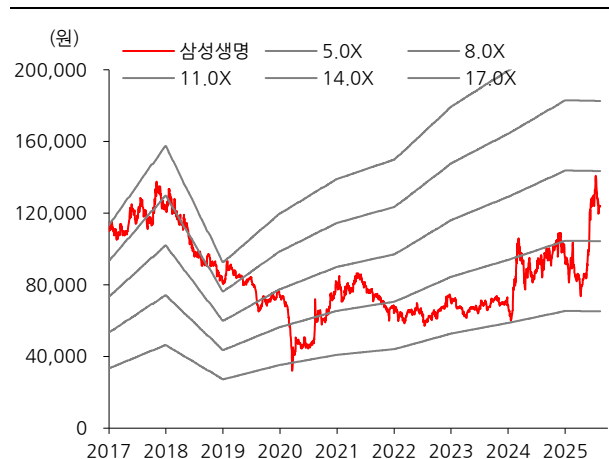
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	247,053	243,299	254,607	258,190
현금및예치금	3,272	2,355	1,808	1,880
유가증권	193,589	194,683	207,694	210,756
FVPL	10,781	11,225	10,099	10,267
FVOCI	166,226	161,934	174,830	177,724
AC	0	0	0	0
대출채권	46,358	42,347	41,025	41,417
부동산	3,834	3,915	4,081	4,137
비운용자산	4,877	6,026	6,500	6,518
특별계정자산	27,544	25,996	27,726	28,852
자산총계	279,474	275,321	288,834	293,560
책임준비금	192,391	207,603	211,462	215,581
BEL	148,335	161,915	164,666	166,899
RA	2,787	2,893	2,945	2,978
CSM	11,876	12,407	13,949	15,199
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	29,394	30,388	29,902	30,505
기타부채	11,475	9,305	9,129	8,828
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	27,553	25,983	27,720	28,845
부채총계	241,946	250,224	259,025	263,968
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	13,178	14,001	15,166	15,848
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	26,354	13,101	16,647	15,748
자본총계	37,528	25,097	29,809	29,592

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	6.8	-1.5	4.9	1.6
운용자산	6.3	-1.5	4.6	1.4
부채총계	6.8	3.4	3.5	1.9
CSM	14.8	4.5	12.4	9.0
자본총계	7.0	-33.1	18.8	-0.7
보험손익	-10.8	-62.6	167.5	-0.6
투자손익	210.1	469.5	-33.2	-10.8
영업이익	-1.4	8.1	27.0	-4.4
순이익	19.7	11.2	11.4	-0.3

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,449	542	1,450	1,441
일반 및 변동수수료모형	1,504	602	1,538	1,533
CSM 상각	1,326	1,317	1,453	1,546
RA 변동	459	312	331	328
예상과실계차이	-218	-445	-181	-139
손실계약	-64	-519	-114	-202
기타	2	-63	50	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	56	60	88	92
투자손익	222	1,264	845	753
보험금융손익	-9,182	-6,157	-7,707	-5,746
이자수익	6,016	5,904	5,724	5,713
배당수익	1,158	1,234	1,373	1,401
FVPL 평가손익	2,355	166	1,973	0
기타	-125	117	-518	-615
영업이익	1,671	1,806	2,295	2,194
영업외이익	11	15	-45	0
세전이익	1,681	1,821	2,249	2,194
법인세비용	298	334	445	453
당기순이익	1,383	1,487	1,805	1,741
지배주주 순이익	1,895	2,107	2,347	2,339

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,104	3,859	3,465	3,564
신계약 CSM	3,460	3,166	3,008	3,252
투자수익률	2.6	2.7	2.6	2.5
수정 Book Value	68,391	49,312	59,517	60,272
수익성				
수정 ROE	4.2	5.1	6.2	5.8
수정 ROA	0.7	0.8	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	10,554	11,732	13,071	13,025
수정 BPS	262,532	194,950	224,118	228,323
보통주 DPS	3,700	4,500	5,900	5,750
Valuation 및 배당				
수정 PER	6.5	8.1	9.6	9.6
수정 PBR	0.3	0.5	0.6	0.5
배당성향	35.1	38.4	45.1	44.1
보통주 배당수익률	5.4	4.7	4.7	4.6

[Compliance Notice]

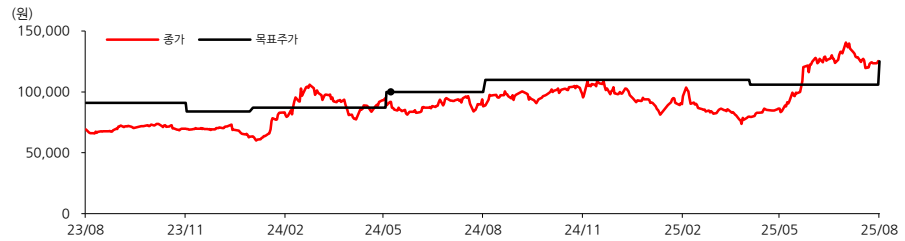
(공표일: 2025년 8월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.22	2023.09.01	2023.11.15	2024.01.15	2024.02.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격		91,000	91,000	84,000	87,000	87,000
일 시	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17	2025.05.19
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	106,000	106,000
일 시	2025.08.14					
투자의견	Hold					
목표가격	125,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.15	Buy	84,000	-17.95	-12.98
2024.01.15	Buy	87,000	-1.20	21.84
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		

[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 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%