

삼성생명 (032830/KS)

전반적으로 안정적인 펀더멘털

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 114,000 원(유지)
 현재주가: 84,300 원
 상승여력: 35.2%



Analyst
설용진

s.dragon@sk.com
 3773-8610

Company Data

발행주식수	20,000 만주
시가총액	16,860 십억원
주요주주	
삼성물산(외8)	44.14%
자사주	10.21%

Stock Data

주가(25/05/16)	84,300 원
KOSPI	2,626.87 pt
52주 최고가	109,000 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 지배순이익 6,353 억원(+2.1% YoY) 기록

삼성생명의 1Q25 지배순이익은 6,353 억원(+2.1% YoY)로 컨센서스를 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 보장성 APE 는 7,645 억원(-6% QoQ)로 손보사 절판 효과 등 외적 요인으로 소폭 감소했으며 신계약 CSM 은 6,578 억원(-23.3% YoY)을 기록했다. 4 월 중 환산배수 높은 건강보험 중심 양호한 판매 추세 등을 감안했을 때 연간 Target 신계약 CSM 3 조원달성에 큰 어려움은 없을 것으로 사측은 언급하고 있다. CSM 가정 조정은 1) 연령별 손해를 가정 반영에 따른 약 2,700~2,800 억원의 증가 효과 및 2) 경상 해지로 인한 감소 약 2 천억원, 3) 할인을 제도 강화로 인한 변액계정 CSM 감소 900 억원 등 영향으로 약 -100 억원 감소에 그치는 모습이 나타났다. 별도 기준 보험손익은 2,779 억원(+3.6% YoY)으로 디지털 보험, 실손 가입 증가 및 연초 단체보험 가입 등 영향으로 손실계약비용이 신계약 중심으로 크게 증가했으나 전년 동기 중 발생한 세척 개정안 영향 780 억원 기저효과로 개선세를 기록했다. 일반계정 기준 투자손익은 1.911 억원(+16.5% YoY)으로 화재 등 자회사 배당 증가 영향으로 견조한 증가세를 기록했다. K-ICS 비율은 180%로 할인을 제도 강화 및 금리 하락 등으로 인해 신계약 증가 및 이익 개선에도 약 5%p 하락이 예상된다.

안정적인 펀더멘털에 기반한 DPS 증가 전망

동사의 전반적으로 견조한 이익체력과 배당가능이익 추세가 지속되고 있다. K-ICS 비율은 높은 전자 주식 비중 등 영향으로 다소 낮은 모습이 이어지고 있으나 기본자본 기준으로 타사 K-ICS 비율을 상회하는 절대적으로 높은 자본 규모 및 해약환급금준비금 부담이 없다는 점(현재 약 -2.1 조원 수준)을 감안하면 배당가능이익 측면의 불확실성은 업종 내 가장 낮다고 판단한다. 25년 중 삼성전자 주식 처분에 따른 추가 DPS는 약 400원 내외 수준이 예상되며 향후 삼성전자의 자사주 추가 소각 등이 나타날 경우 관련 특별배당 규모는 더욱 확대될 전망이다. 당사 추정치 기준 25E DPS는 5,680 원으로 현 주가 기준 배당수익률은 6.8%를 전망한다. 생명보험 업종 내 유일하게 배당이 가능한 회사라는 점에서 제한적인 선택지 속 유일한 대안이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	십억원	0	1,449	542	1,028	1,158	1,238
투자손익	십억원	0	-24	1,001	657	685	785
영업이익	십억원	0	1,425	1,543	1,684	1,843	2,024
지배지분순이익	십억원	0	1,895	2,107	2,279	2,425	2,583
EPS	원	0	9,477	10,534	11,396	12,124	12,917
PER	배	0.0	7.3	9.0	7.3	6.9	6.5
PBR	배	0.0	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	%	0.0	4.4	5.5	7.2	7.7	7.9

삼성생명 - 분기별 실적 추이 및 전망										
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	% QoQ	% YoY
보험손익	268	444	475	-645	277.9	438	432	-121	흑전	3.6
CSM 상각	351	357	361	301	361.1	364	371	378	20.0	2.9
RA 해제	80	80	82	80	85.2	85	84	83	7.0	6.0
예실차	-129	45	13	-476	-63.0	47	36	-274	적지	적지
기타사업비용	-12	-13	-16	-20	-21.8	-14	-17	-21	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-23	-25	35	-529	-83.6	-44	-42	-287	적지	적지
투자손익	221	110	100	570	199.1	153	152	152	-65.1	-10.0
일반계정	164.0	79	94	554	191.1	143	142	142	-65.5	16.5
자산운용수익	1,627	1,544	1,510	1,620	1,626.3	1,583	1,583	1,583	0.4	0.0
보험금융손익	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435.2	-1,440	-1,440	-1,441	적지	적지
특별계정	57	31	6	15	8.0	10	10	10	-48.2	-86.1
영업이익	490	554	575	-75	476.9	591	585	31	흑전	-2.6
영업외손익	272	16	3	-13	331.5	0	1	0	흑전	22.0
세전이익	761	570	579	-88	808.5	591	586	31	흑전	6.2
별도 당기순이익	651	439	461	-64	703.7	455	451	25	흑전	8.0
지배지분순이익	622	746	674	65	635.3	784	722	138	881.9	2.1
보장성 APE	850	662	807	813	764.5	759	773	785	-6.0	-10.0
신계약 CSM	858	788	835	780	657.8	703	720	731	-15.7	-23.3
자산총계	315,772	319,800	312,665	312,219	318,859	318,392	318,887	319,074	2.1	1.0
운용자산	248,314	251,562	244,049	243,618	248,302	248,261	248,259	248,409	1.9	0.0
비운용자산	4,870	4,326	5,563	5,908	7,138	6,523	6,830	6,677	20.8	46.6
부채총계	272,374	278,286	277,383	279,481	287,368	286,839	286,684	287,900	2.8	5.5
책임준비금	196,987	202,483	208,317	210,766	216,075	216,767	217,445	218,249	2.5	9.7
생명보험 CSM 잔액	12,505	12,698	12,963	12,902	13,309	13,557	13,817	13,783	3.2	6.4
자본총계	43,483	41,468	34,901	32,194	30,914	31,553	32,204	31,174	-4.0	-28.9
해약환급금준비금	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A	N/A
ROE (%)	5.7	7.0	7.1	0.8	8.1	10.0	9.1	1.7	7.3%p	2.4%p
K-ICS 비율(%)	212.8	201.5	193.5	184.9	180.5	182.6	184.5	179.5	-4.4%p	-32.3%p

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

실적 추정치 조정		2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	수정 후	542	1,028	1,158	1,238
	수정 전		1,084	1,135	1,213
	증감률(%)		-5.2%	2.1%	2.1%
투자손익	수정 후	1,001	657	685	785
	수정 전		840	844	967
	증감률(%)		-21.8%	-18.8%	-18.8%
연결 세전이익	수정 후	2,814	3,096	3,295	3,520
	수정 전		3,307	3,406	3,639
	증감률(%)		-6.4%	-3.2%	-3.2%
연결지배순이익	수정 후	2,107	2,279	2,425	2,583
	수정 전		2,248	2,275	2,424
	증감률(%)		1.4%	6.6%	6.6%

자료: 삼성생명, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
운용자산	247,608	243,618	248,409	248,312	247,945
현금및예치금	2,913	1,629	1,533	1,295	1,004
유가증권	176,494	175,652	181,722	181,970	182,029
대출금	36,419	32,595	31,615	31,660	31,671
부동산	3,834	3,915	3,841	3,689	3,544
비운용자산	4,324	5,908	6,677	6,725	6,728
특별계정자산 및 기타	27,542	62,692	63,989	64,763	65,553
자산총계	314,696	312,219	319,074	319,800	320,225
책임준비금	196,354	210,766	218,249	221,109	223,980
CSM잔액(원수)	12,247	12,902	13,783	14,604	15,487
계약차지분조정	10,528	7,334	8,672	8,672	8,672
특별계정부채 및 기타	23,048	61,381	60,979	57,947	54,550
부채총계	270,378	279,481	287,900	287,728	287,202
자본금	100	100	100	100	100
신용자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	6	125	125	125	125
이익잉여금	13,178	19,420	20,100	21,411	22,774
해약환급금준비금	0	0	0	0	0
기타자본	-2,110	11,088	9,434	8,980	8,526
비배주주지분	2,017	1,461	1,415	1,456	1,499
자본총계	44,436	32,194	31,174	32,072	33,024

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
신계약 수익성					
신계약 APE	3,104	3,859	3,506	3,608	3,683
신계약 CSM	3,628	3,261	2,813	3,021	3,156
신계약 CSM 수익성	116.9	84.5	80.2	83.7	85.7
CSM 관련 지표					
기초CSM	10,749	12,247	12,902	13,783	14,604
CSM 조정 가정 변경	-1,163	-1,705	-906	-1,100	-1,100
신계약 CSM(원수)	3,628	3,261	2,813	3,021	3,156
CSM 이자부리	402	468	448	457	475
상각 전 CSM	13,615	14,272	15,257	16,160	17,135
CSM상각액	1,368	1,370	1,475	1,557	1,648
CSM상각률(%)	10.0	9.6	9.7	9.6	9.6
CSM 순증액	1,499	655	881	821	883
투자이익 관련 지표					
자산운용수익률	2.4	2.6	2.6	2.5	2.6
FVPL 제외 운용수익률	2.4	2.6	2.6	2.5	2.6
손익구성					
보험손익	101.7	35.1	61.0	62.8	61.2
CSM상각	96.0	88.8	87.6	84.4	81.4
투자손익	-1.7	64.9	39.0	37.2	38.8
자본적정성					
지급여력비율(K-ICS)	218.8	184.9	177.7	176.2	176.3

자료: 삼성생명, SK증권 추정

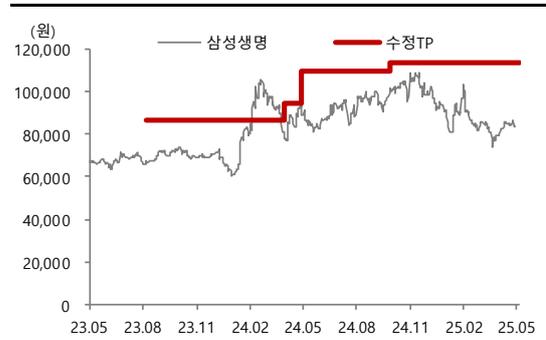
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
보험손익	1,449	542	1,028	1,158	1,238
CSM상각	1,368	1,370	1,475	1,557	1,648
RA해제	468	322	337	328	320
예상차	-239	-547	-179	-147	-142
기타사업비용	-56	-60	-74	-80	-87
손실계약비용 및 기타	-92	-542	-457	-419	-415
투자손익	-24	1,001	657	685	785
일반계정손익	-87	891	619	645	745
평가차분손익	-58	9	-11	0	0
특별계정손익	63	110	38	40	40
영업이익	1,425	1,543	1,684	1,843	2,024
영업외손익	256	278	333	330	330
세전이익	1,681	1,821	2,017	2,173	2,353
법인세비용	298	334	381	501	541
법인세율(%)	17.7	18.4	18.9	23.0	23.0
당기순이익	1,383	1,487	1,635	1,673	1,812
연결효과	878	992	1,079	1,122	1,167
연결 세전이익	2,559	2,814	3,096	3,295	3,520
연결 당기순이익	2,034	2,260	2,472	2,624	2,803
지배주주순이익	1,895	2,107	2,279	2,425	2,583
비배주주 순이익	138	153	193	200	220

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성지표 (%)					
운용자산증가율		-1.6	2.0	-0.0	-0.1
CSM증가율		5.3	6.8	6.0	6.0
BPS증가율		-27.5	-3.2	2.9	3.0
보험손익증가율		-62.6	89.6	12.7	6.9
투자손익증가율		흑전	-34.4	4.3	14.6
영업이익증가율		8.3	9.2	9.5	9.8
세전이익증가율		9.9	10.0	6.4	6.8
당기순이익증가율		7.5	10.0	6.4	6.5
주당지표(원)					
EPS	9,477	10,534	11,396	12,124	12,917
BPS	212,095	153,663	148,795	153,083	157,624
EV(BV+CSM)	267,007	211,389	217,708	226,101	235,058
보통주 DPS	3,700	4,500	5,680	6,200	6,800
보통주 배당수익률(%)	5.4	4.7	6.8	7.4	8.1
Valuation 지표					
PER(배)	7.3	9.0	7.3	6.9	6.5
PBR(배)	0.33	0.62	0.56	0.55	0.53
P/EV(배)	0.26	0.45	0.38	0.37	0.36
ROE(%)	4.4	5.5	7.2	7.7	7.9
ROA(%)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
배당성향(%)	35.1	38.4	44.8	45.9	47.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.15	매수	114,000원	6개월		
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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 19일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------