



삼성생명 (032830)

금리 하락기에는 불리한 구조

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 106,000원

현재 주가(5/16)	84,300원
상승여력	▲25.7%
시가총액	168,600억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	109,000 / 73,600원
90 일 일평균 거래대금	193.85억원
외국인 지분율	21.8%
주주 구성	
삼성물산 (외 8인)	44.1%
자사주 (외 1인)	10.2%
신세계 (외 2인)	8.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.8	-12.7	-13.6	-11.3
상대수익률(KOSPI)	-1.6	-14.1	-22.3	-6.7

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,449	542	1,268	1,389
투자손익	222	1,264	836	753
영업이익	1,671	1,806	2,103	2,142
당기순이익	1,895	2,107	2,234	2,318
CSM (*)	11,691	12,139	13,258	14,358
수정 EPS	10,554	11,732	12,442	12,907
수정 BPS	262,532	194,950	193,671	197,176
수정 PER	6.5	8.1	6.8	6.5
수정 PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
수정 ROE	4.2	5.1	6.4	6.6
배당수익률	5.4	4.7	6.7	6.9

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했습니다. 제도 영향과 금리민감도를 고려하면 중장기 주주환원책은 시기상조라는 의견을 유지합니다. 금리 상승기에는 유리하지만, 하락기에는 불리합니다.

1Q25 지배 순이익 6,353억원(+2% YoY), 컨센서스 부합

삼성생명의 1Q25 연결 지배 순이익은 6,353억원(+2% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합. 당사 추정치와 큰 차이를 보인 것은 별도 실적 추정 시 자회사 배당수익에 대한 익금불산입을 고려하지 못해 법인세비용의 추정을 크게 틀렸기 때문. 별도 세전이익은 추정치와 7%의 차이를 보였으며, 그 차이는 주로 투자손익 호조에 기인함. 1Q25 보험손익은 2,779억원(+4% YoY)으로, 전분기 손실계약으로 전환된 유배당 연금 블록에서의 비용은 우려보다 적었으나 예상차는 여타 보험사들과 마찬가지로 실제보험금이 10% YoY 증가하며 기대보다 부진. 1Q25 투자손익은 5,344억원(+10% YoY), 일반계정 기준 5,226억원(+20% YoY)으로 증가. 일반계정 추정치와의 차이는 모두 평가처분익에 기인. 신계약 APE는 전분기 대비 보장성이 14%, 금융형이 50% QoQ 감소. 보장성 내 건강담보의 판매 비중이 확대되었음에도 불구하고 종신 마진배수가 크게 하락하면서 신계약 CSM은 23% QoQ 감소함. 한편 할인을 인하여 등으로 변액 CSM이 감소하고 해지 증가 영향이 여전했으나, 연령별 손해를 적용에 따른 (+) 영향으로 CSM 기중 조정은 -680억원에 그침

금리 하락기에는 불리한 구조

삼성생명의 1Q25 말 K-ICS비율은 180%로 4~5%p 수준 하락. 삼성 전자 지분가치를 제외하면, 금감원의 제도 강화(LTR, LoT 등 부채 할인을 인하여)등으로 자산-부채 평가액(CAOC)이 분기 중 2.8조원 감소한 것으로 추정되며 이는 앞서 발표한 보험사 중 가장 큰 변동률이었음. 한편 삼성전자 주가 상승으로 K-ICS비율이 +5%p 수준 방어됨. 동사의 금리듀레이션 갭은 -1.6년으로 제도 강화에 따라 (-) 폭이 더 확대됨. 자본의 질이 높다는 점에서 우려할 단계는 아니나, 외형이 큰 만큼 ALM 관리가 녹록지 않다는 점을 고려하면 동사에게 중장기 주주환원책을 기대하는 것은 시기상조라는 의견을 유지함. 전술한 오류를 정정하며 세율 추정치를 하향했으나, 주로 예상차 부진에 따른 별도 세전의 추정치의 감소가 이를 상쇄하며 목표주가 및 투자의견의 변동은 없음

[표1] 삼성생명의 1Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	1Q25E	차이	컨센서스	차이
보험손익	277.9	268.2	3.6	-645.1	흑전	263.2	5.6	n/a	n/a
투자손익	534.4	486.5	9.8	550.7	-3.0	491.6	8.7	n/a	n/a
영업이익	812.3	754.8	7.6	-94.4	흑전	754.8	7.6	755.0	7.6
당기순이익	703.7	651.3	8.0	-63.9	흑전	559.0	25.9	n/a	n/a
(연결)지배주주 순이익	635.3	622.1	2.1	64.7	881.9	496.5	28.0	618.8	2.7

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

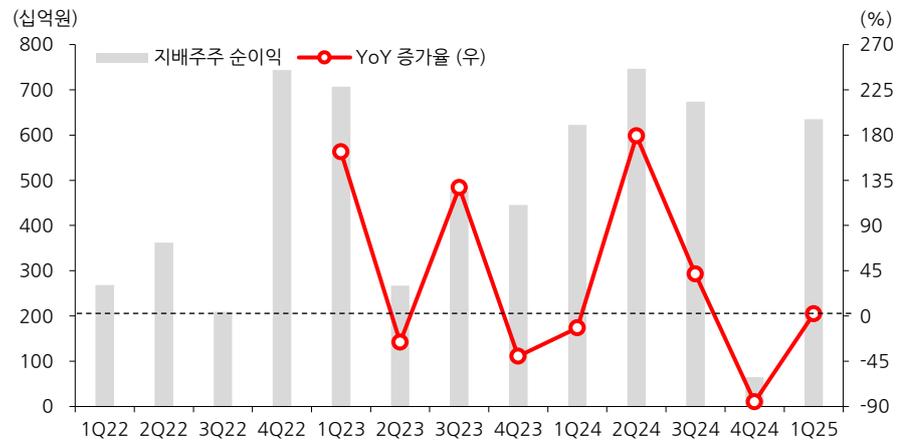
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	268	444	475	-645	278	흑전	3.6
일반/VFA 모형	280	457	491	-625	300	흑전	7.0
예실차	-116	45	11	-463	-89	적지	적지
보험금*	-131	28	-13	-273	-105	적지	적지
사업비	15	18	24	-190	16	흑전	5.0
RA 변동	77	77	80	77	82	6.4	6.1
CSM 상각	339	346	347	285	344	20.9	1.3
손실계약관련	-34	-12	44	-517	-63	적지	적지
기타	13	0	9	-7	26	흑전	106.2
기타사업비	12	13	16	20	22	10.5	84.7
투자손익	487	108	119	551	534	-3.0	9.8
일반계정	436	95	97	542	523	-3.5	19.9
특별계정	51	14	21	9	12	29.3	-76.6
보험금융손익	-1,914	-1,970	-1,428	-845	-1,898	적지	적지
일반계정	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435	적지	적지
특별계정	-451	-505	-12	220	-462	적전	적지
투자서비스손익	2,400	2,079	1,547	1,396	2,432	74.2	1.3
일반계정	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958	21.8	3.1
특별계정	501	518	33	-211	474	흑전	-5.4
영업이익	755	552	594	-94	812	흑전	7.6
영업외이익	7	18	-15	6	-4	적전	적전
세전이익	761	570	579	-88	808	흑전	6.2
당기순이익	651	439	461	-64	704	흑전	8.0
(연결)지배주주 순이익	622	746	674	65	635	881.9	2.1
AUM	248,038	251,259	243,759	243,299	247,993	1.9	-0.0
투자서비스손익(일반계)	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958	21.8	3.1
Yield	3.1	2.5	2.5	2.6	3.2	0.6	0.1
CSM (보유 순부채)	11,970	12,165	12,320	12,139	12,494	2.9	4.4
CSM 상각	339	346	347	285	344	20.9	1.3
단순상각률	11.5	11.5	11.3	9.3	11.0	1.7	-0.5
신계약 CSM (원수)	858	788	835	780	658	-15.7	-23.3
전체 APE	1,014	810	1,035	1,000	872	-12.8	-14.0
단순마진 (개월)	10.2	11.7	9.7	9.4	9.1	-0.3	-1.1

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준, *보험료 경험조정 포함

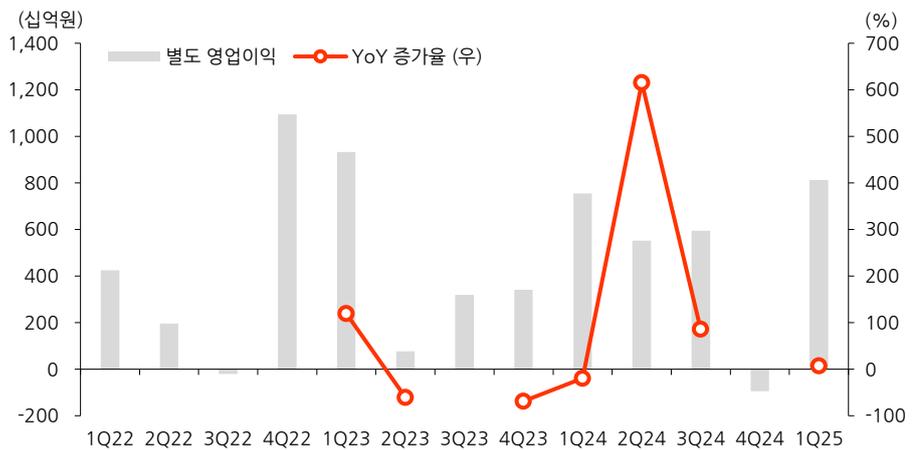
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



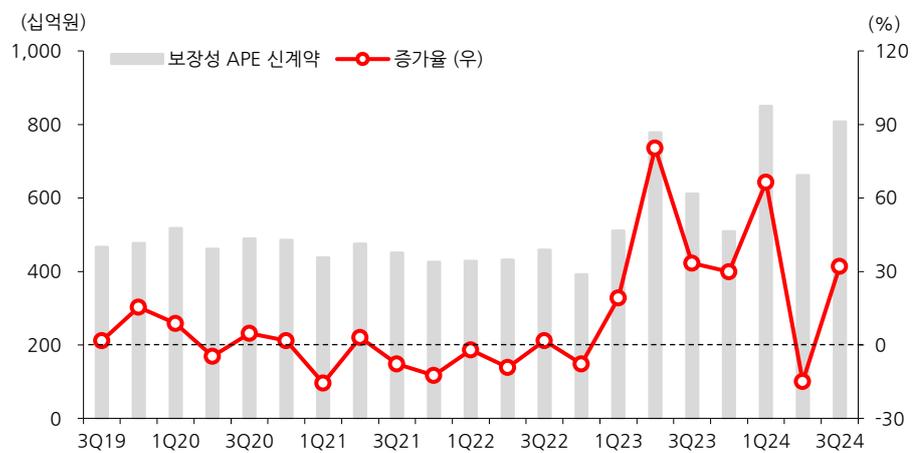
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 분기별 별도 영업이익 및 증가율



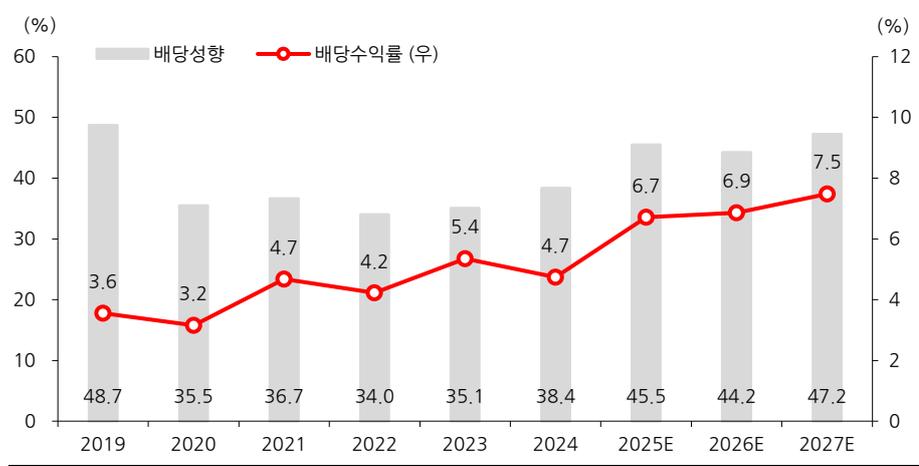
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 보장성 APE 신계약 금액 및 증가율



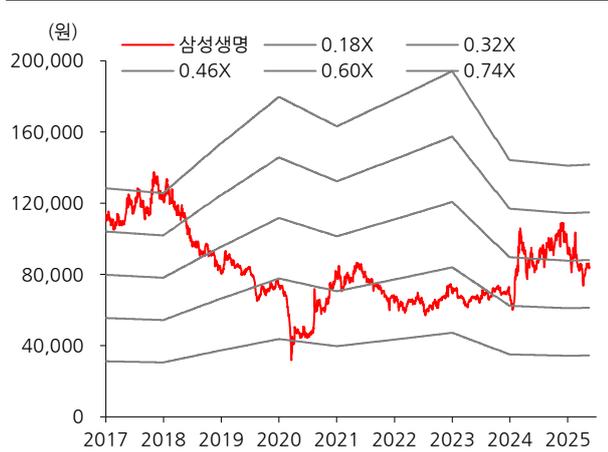
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
운용자산	247,053	243,299	252,229	255,778
현금및예치금	3,272	2,355	1,914	2,030
유가증권	193,589	194,683	203,836	206,545
FVPL	10,781	11,225	10,754	10,999
FVOCI	166,226	161,934	170,918	173,382
AC	0	0	0	0
대출채권	46,358	42,347	42,453	43,127
부동산	3,834	3,915	4,026	4,076
비운용자산	4,877	6,026	5,793	5,938
특별계정자산	27,544	25,996	26,568	27,646
자산총계	279,474	275,321	284,590	289,363
책임준비금	192,391	207,603	216,030	220,237
BEL	148,335	161,915	169,485	171,956
RA	2,787	2,893	2,878	2,906
CSM	11,876	12,407	13,618	14,721
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	29,394	30,388	30,049	30,654
기타부채	11,475	9,305	8,923	8,622
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	27,553	25,983	26,544	27,621
부채총계	241,946	250,224	260,021	265,005
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	15,119	15,807
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	26,354	13,101	11,454	10,555
자본총계	37,528	25,097	24,569	24,358

성장률

(% YoY)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
자산총계	6.8	-1.5	3.4	1.7
운용자산	6.3	-1.5	3.7	1.4
부채총계	6.8	3.4	3.9	1.9
CSM	14.8	4.5	9.8	8.1
자본총계	7.0	-33.1	-2.1	-0.9
보험손익	-10.8	-62.6	133.9	9.6
투자손익	210.1	469.5	-33.9	-9.9
영업이익	-1.4	8.1	16.5	1.8
순이익	19.7	11.2	6.0	3.7

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E
보험손익	1,449	542	1,268	1,389
일반 및 변동수수료모형	1,504	602	1,340	1,465
CSM 상각	1,326	1,317	1,408	1,473
RA 변동	459	312	324	315
예상과실제차이	-218	-445	-191	-119
손실계약	-64	-519	-228	-203
기타	2	-63	26	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	56	60	73	77
투자손익	222	1,264	836	753
보험금융손익	-9,182	-6,157	-6,175	-5,743
이자수익	6,016	5,904	5,786	5,734
배당수익	1,158	1,234	1,379	1,408
FVPL 평가손익	2,355	166	306	0
기타	-125	117	-460	-645
영업이익	1,671	1,806	2,103	2,142
영업외이익	11	15	-4	0
세전이익	1,681	1,821	2,100	2,142
법인세비용	298	334	402	439
당기순이익	1,383	1,487	1,698	1,703
지배주주 순이익	1,895	2,107	2,234	2,318

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2023	2024	2025E	2026E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,104	3,859	3,688	3,791
신계약 CSM	3,460	3,166	2,873	3,047
투자수익률	2.6	2.7	2.6	2.6
수정 Book Value	68,391	49,312	50,071	50,700
수익성				
수정 ROE	4.2	5.1	6.4	6.6
수정 ROA	0.7	0.8	0.8	0.8
주당 지표				
수정 EPS	10,554	11,732	12,442	12,907
수정 BPS	262,532	194,950	193,671	197,176
보통주 DPS	3,700	4,500	5,650	5,780
Valuation 및 배당				
수정 PER	6.5	8.1	6.8	6.5
수정 PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
배당성향	35.1	38.4	45.4	44.8
보통주 배당수익률	5.4	4.7	6.7	6.9

[Compliance Notice]

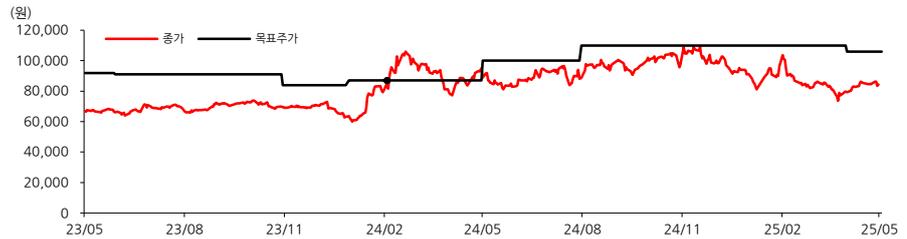
(공표일: 2025년 5월 19일)

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

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.30	2023.06.14	2023.08.22	2023.09.01	2023.11.15
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		92,000	91,000	91,000	91,000	84,000
일 시	2024.01.15	2024.02.21	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	87,000	87,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 시	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.04.17	2025.05.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	106,000	106,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.06.14	Buy	91,000	-23.78	-18.90
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		

[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 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%