

# 삼성생명 (032830)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 보험 | 2025. 02. 21

## 안정적 자본관리와 주주환원 확대요구 공존

### 추가손실 인식으로 이익규모 축소

24년 4분기 순이익은 647억원으로 시장 예상치를 크게 하회. 연말 계리적가정 변경으로 유배당 연금 지급률이 상향되며 손실부담계약비용이 3천억원 발생했고, CSM 상각익 또한 700억원 감소. 이 밖에도 대규모 비용집행으로 사업비에실차가 -2천억원을 기록한데다, 발생사고부채 손상 -1,700억원이 더해지며 보험손익이 급감. 투자손익은 유배당연금 손상분이 보험금융비용을 낮춰주면서 비교적 큰 폭으로 증가했으나, 전체 순이익 규모는 크게 둔화됨

### 자본적정성 관리와 주주환원 확대요구 공존

12월말 CSM 잔액은 12.9조원으로 9월말 대비 614억원 감소했는데, 이는 신계약 CSM이 0.8조원 증가했음에도 보험개혁회의 결과와 계리적가정 변경 영향으로 0.7조원의 CSM 조정요인이 발생했기 때문. 1~3분기에 이어 4분기에도 자본규모가 감소했으며(-2.6조원), 킥스비율 또한 180% 수준으로 하락추세를 이어감. 25년에도 금리인하와 할인을 제도강화로 안정적 자본관리가 필요한 가운데, 한편으로는 주주환원 확대 요구 또한 지속 증대. 회사측에서는 보유 자사주 소각, 삼성화재 자회사 편입 신청 이후의 지분매입, 삼성전자 보유주식 추가매각 등 추가적인 주주환원 관련 사안에 대해서는 여전히 다소 소극적인 입장을 견지. 최근 보험업법 개정안 발의와 당국의 삼성화재 자회사 편입 승인여부 등 자본정책상 변화를 수반할 수 있는 요인들이 상존

### 기존의견 유지

25년 보험손익 회복으로 높은 실적안정성 유지될 것이나 성장성 둔화와 함께 수익성 개선 탄력은 약화될 가능성이 높다고 판단. 손해율과 유지율 등 효율지표 관리가 무엇보다 중요할 것으로 보임. 주주환원 확대 기대감은 일정부분 현 주가에 반영된 것으로 판단하며, 기존 목표주가와 보유의견을 유지함

### Financial Data

| (십억원)         | 2023    | 2024P   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익          | 1,449   | 542     | 1,272   | 1,312   | 1,381   |
| 투자손익          | 1,110   | 2,272   | 1,683   | 1,834   | 1,832   |
| 당기순이익         | 1,895   | 2,107   | 2,211   | 2,358   | 2,408   |
| CSM잔액         | 12,393  | 13,081  | 13,742  | 14,434  | 15,128  |
| EPS (원)       | 10,554  | 11,732  | 12,310  | 13,129  | 13,410  |
| 증감률 (%)       | -       | 11.2    | 4.9     | 6.6     | 2.1     |
| BPS (원, adj.) | 236,314 | 171,141 | 185,180 | 199,637 | 213,876 |
| ROE (%)       | 4.5     | 5.8     | 6.9     | 6.8     | 6.5     |
| PER (x)       | 6.3     | 7.8     | 7.8     | 7.3     | 7.1     |
| PBR (x)       | 0.28    | 0.53    | 0.52    | 0.48    | 0.45    |

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성생명, LS증권 리서치센터



Analyst 전배승  
bsjun@ls-sec.co.kr

## Hold (유지)

|           |          |
|-----------|----------|
| 목표주가 (유지) | 94,000 원 |
| 현재주가      | 95,500 원 |
| 상승여력      | -1.6 %   |

### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    |    | ●  |

### Stock Data

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| KOSPI (02/20)  | 2,654.06 pt        |
| 시가총액           | 191,000 억원         |
| 발행주식수          | 200,000 천주         |
| 52 주 최고가/최저가   | 109,000 / 77,300 원 |
| 90 일 일평균거래대금   | 287.8 억원           |
| 외국인 지분율        | 21.5%              |
| 배당수익률(25.12E)  | 5.1%               |
| BPS(25.12E)    | 185,180 원          |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1개월 3.1%           |
|                | 6개월 -0.7%          |
|                | 12개월 17.0%         |
| 주주구성           | 삼성물산 (외 7인) 44.1%  |
|                | 자사주 (외 1인) 10.2%   |
|                | 신세계 (외 2인) 8.1%    |

### Stock Price

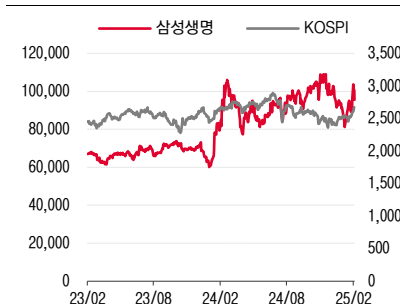
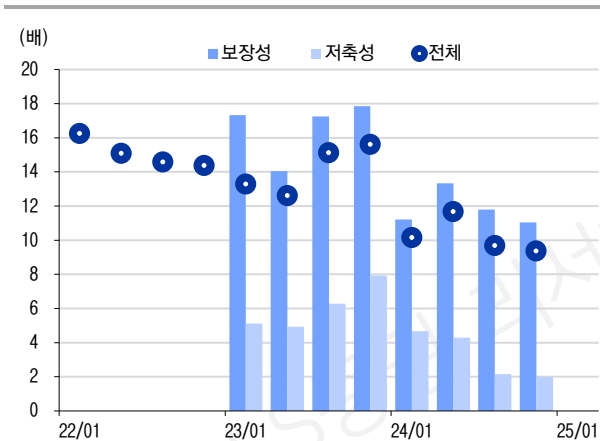


표1 삼성생명 분기실적

| (단위: 십억원, %) | 2023    |         | 2024    |         |         |         |           |           | 2023<br>연간 | 2024<br>연간P |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|------------|-------------|
|              | 3Q      | 4Q      | 1Q      | 2Q      | 3Q      | 4QP     | YoY(%,%p) | QoQ(%,%p) |            |             |
| 보험손익         | 388     | 242     | 268     | 444     | 475     | -645    | -         | -         | 1,449      | 542         |
| CSM상각        | 327     | 381     | 351     | 357     | 361     | 301     | -21.0     | -16.6     | 1,368      | 1,370       |
| RA변동         | 84      | 81      | 80      | 80      | 82      | 80      | -1.6      | -2.9      | 468        | 322         |
| 예실차          | 26      | -99     | -14     | 60      | 35      | -289    | -         | -         | -158       | -208        |
| 기타           | -50     | -120    | -149    | -53     | -3      | -736    | -         | -         | -229       | -941        |
| 손실부담계약       | -28     | -80     | -34     | -12     | 43      | -518    | -         | -         | -65        | -521        |
| 투자손익         | 242     | 373     | 563     | 550     | 417     | 742     | 98.9      | 77.8      | 1,111      | 2,272       |
| 보험금융손익       | -1,105  | -3,217  | -1,914  | -1,970  | -1,428  | -845    | -         | -         | -9,182     | -6,157      |
| 기타투자손익       | 1,346   | 3,590   | 2,477   | 2,520   | 1,845   | 1,587   | -55.8     | -14.0     | 10,292     | 8,429       |
| 연결조정         | -33     | -14     | -85     | -88     | -96     | -45     | -         | -         | -161       | -314        |
| 영업이익         | 596     | 602     | 746     | 906     | 796     | 52      | -91.4     | -93.5     | 2,398      | 2,500       |
| 세전이익         | 629     | 615     | 831     | 994     | 892     | 97      | -84.3     | -89.2     | 2,559      | 2,814       |
| 지배주주순이익      | 476     | 446     | 622     | 746     | 674     | 65      | -85.5     | -90.4     | 1,895      | 2,107       |
| 운용자산         | 205,264 | 219,659 | 219,278 | 222,462 | 215,165 | 213,790 | -2.7      | -0.6      | 219,659    | 213,790     |
| 책임준비금        | 203,533 | 219,569 | 220,238 | 225,898 | 231,433 | 233,396 | 6.3       | 0.8       | 219,569    | 233,396     |
| CSM          | 11,652  | 12,393  | 12,649  | 12,844  | 13,120  | 13,081  | 5.6       | -0.3      | 12,393     | 13,081      |
| 자본총계         | 44,662  | 44,336  | 43,398  | 41,514  | 35,282  | 32,738  | -26.2     | -7.2      | 44,336     | 32,738      |
| 신계약          | 759     | 658     | 1,014   | 810     | 1,035   | 1,000   | 52.1      | -3.3      | 3,104      | 3,859       |
| 신계약CSM       | 956     | 856     | 858     | 788     | 835     | 780     | -8.9      | -6.6      | 3,628      | 3,261       |
| CSM배수(배)     | 15.1    | 15.6    | 10.2    | 11.7    | 9.7     | 9.4     | -         | -         | 14.0       | 10.1        |
| CSM상각률       | 10.2    | 12.2    | 10.6    | 10.6    | 10.5    | 8.7     | -         | -         | 47.7       | 10.1        |
| 투자수익률        | 2.6     | 6.8     | 4.5     | 4.6     | 3.4     | 3.0     | -3.8      | -0.4      | 9.4        | 3.9         |
| 부채부담이율       | 2.5     | 7.2     | 4.1     | 4.1     | 2.9     | 1.7     | -5.5      | -1.2      | 9.8        | 3.2         |

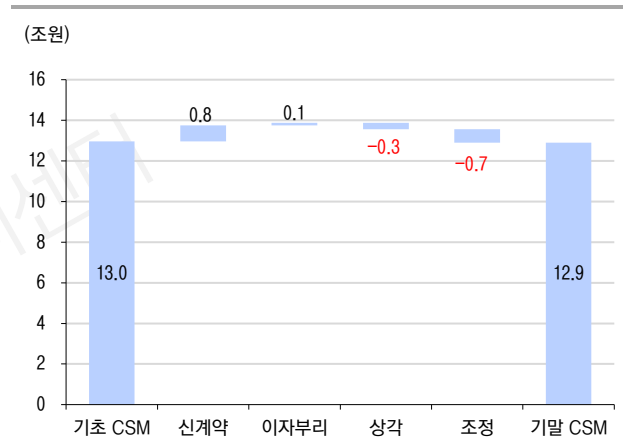
자료: LS증권 리서치센터

그림1 CSM 배수 추이



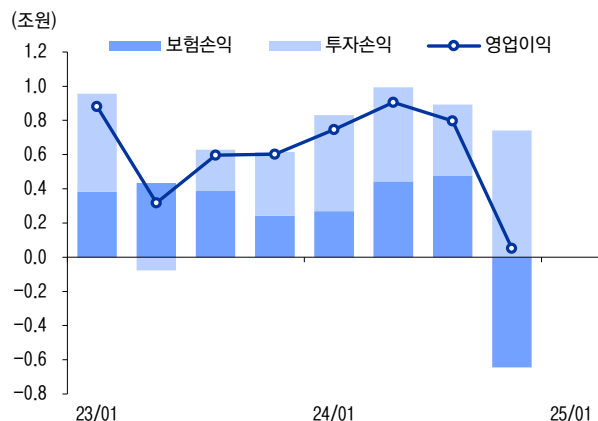
자료: LS증권 리서치센터

그림2 CSM Movement (24.4QP)



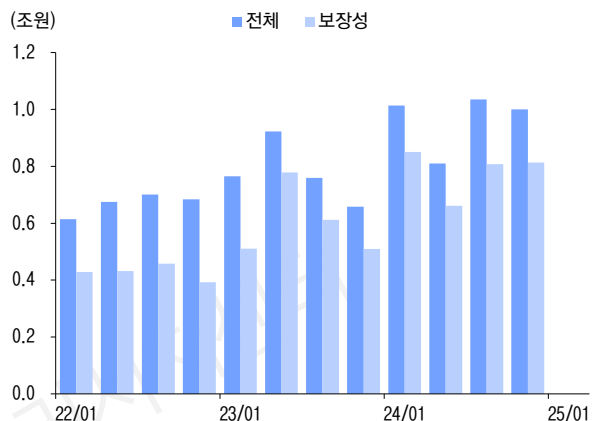
자료: LS증권 리서치센터

그림3 보험손익과 투자손익 추이



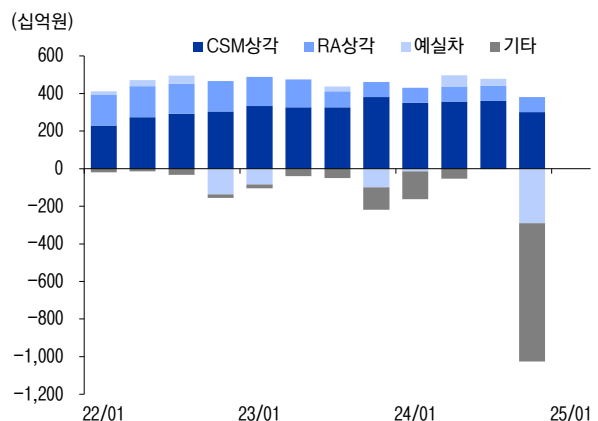
자료: LS증권 리서치센터

그림4 신계약 APE



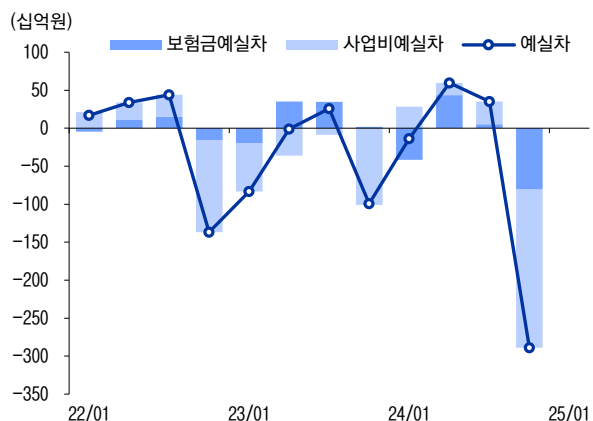
자료: LS증권 리서치센터

그림5 보험손익 추이



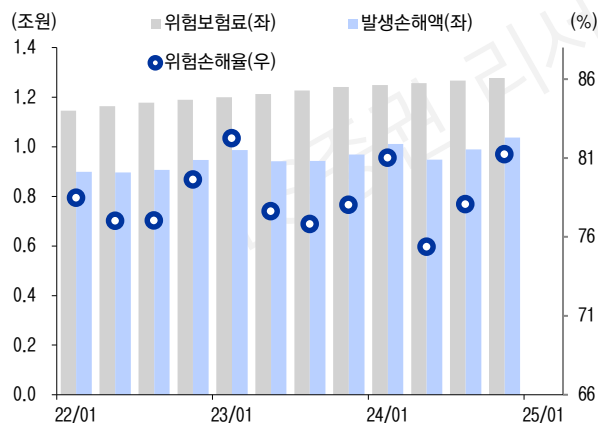
자료: LS증권 리서치센터

그림6 예실차 추이



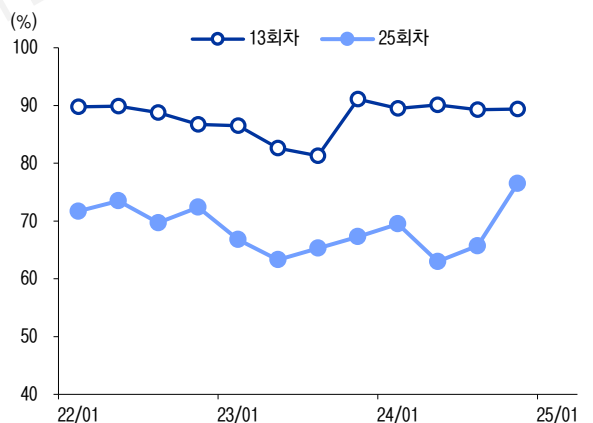
자료: LS증권 리서치센터

그림7 위험손해를 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림8 유지율 추이



자료: LS증권 리서치센터

## 삼성생명 (032830)

| 손익계산서          | (단위:십억원)     |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원)          | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>보험손익</b>    | <b>1,449</b> | <b>542</b>   | <b>1,272</b> | <b>1,312</b> | <b>1,381</b> |
| CSM상각          | 1,368        | 1,370        | 1,379        | 1,400        | 1,449        |
| RA변동           | 468          | 322          | 319          | 321          | 322          |
| 예실차            | -158         | -208         | -166         | -160         | -154         |
| 기타             | -229         | -941         | -261         | -248         | -236         |
| 손실부담계약         | -65          | -521         | -104         | -98          | -93          |
| <b>투자손익</b>    | <b>1,111</b> | <b>2,272</b> | <b>1,683</b> | <b>1,834</b> | <b>1,832</b> |
| 보험금융손익         | -9,182       | -6,157       | -7,350       | -7,239       | -7,324       |
| 기타투자손익         | 10,292       | 8,429        | 9,033        | 9,073        | 9,155        |
| 연결조정           | -161         | -314         | -180         | -180         | -180         |
| <b>영업이익</b>    | <b>2,398</b> | <b>2,500</b> | <b>2,774</b> | <b>2,967</b> | <b>3,033</b> |
| 영업외이익          | 161          | 314          | 270          | 270          | 270          |
| 세전이익           | 2,559        | 2,814        | 3,045        | 3,237        | 3,303        |
| 법인세비용          | 525          | 553          | 715          | 761          | 776          |
| 당기순이익          | 2,034        | 2,260        | 2,329        | 2,476        | 2,527        |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>1,895</b> | <b>2,107</b> | <b>2,211</b> | <b>2,358</b> | <b>2,408</b> |
| 기타포괄손익         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 총포괄이익          | 2,034        | 2,260        | 2,329        | 2,476        | 2,527        |

| 재무상태표        | (단위:십억원)       |                |                |                |                |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억원)        | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| <b>총자산</b>   | <b>314,696</b> | <b>312,219</b> | <b>327,477</b> | <b>343,481</b> | <b>360,268</b> |
| 총운용자산        | 219,659        | 213,790        | 224,238        | 235,197        | 246,691        |
| 현예금          | 2,913          | 1,629          | 1,709          | 1,792          | 1,880          |
| 유가증권         | 176,494        | 175,652        | 184,236        | 193,240        | 202,683        |
| 대출채권         | 36,419         | 32,595         | 34,187         | 35,858         | 37,611         |
| 부동산          | 3,834          | 3,915          | 4,106          | 4,307          | 4,517          |
| 기타자산         | 95,037         | 98,429         | 103,239        | 108,285        | 113,577        |
| <b>총부채</b>   | <b>270,361</b> | <b>279,481</b> | <b>292,100</b> | <b>305,389</b> | <b>319,500</b> |
| 책임준비금        | 219,569        | 233,396        | 230,500        | 227,712        | 224,999        |
| 보험계약부채       | 190,261        | 203,097        | 199,988        | 196,986        | 194,057        |
| 최선추정부채(BEL)  | 174,906        | 186,948        | 183,237        | 179,599        | 176,034        |
| 위험조정(RA)     | 2,873          | 2,980          | 2,921          | 2,863          | 2,806          |
| 계약서비스마진(CSM) | 12,393         | 13,081         | 13,742         | 14,434         | 15,128         |
| 기타           | 89             | 89             | 89             | 89             | 89             |
| 재보험/투자계약부채   | 29,308         | 30,298         | 30,512         | 30,726         | 30,942         |
| 기타부채         | 50,791         | 46,085         | 61,600         | 77,678         | 94,501         |
| <b>자본총계</b>  | <b>44,336</b>  | <b>32,738</b>  | <b>35,377</b>  | <b>38,092</b>  | <b>40,767</b>  |
| 자본금          | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            |
| 자본잉여금        | 125            | 125            | 125            | 125            | 125            |
| 신종자본증권       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 이익잉여금        | 17,978         | 19,420         | 20,941         | 22,537         | 24,094         |
| 해약환급금준비금     | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 기타자본         | 26,132         | 13,093         | 14,211         | 15,330         | 16,448         |

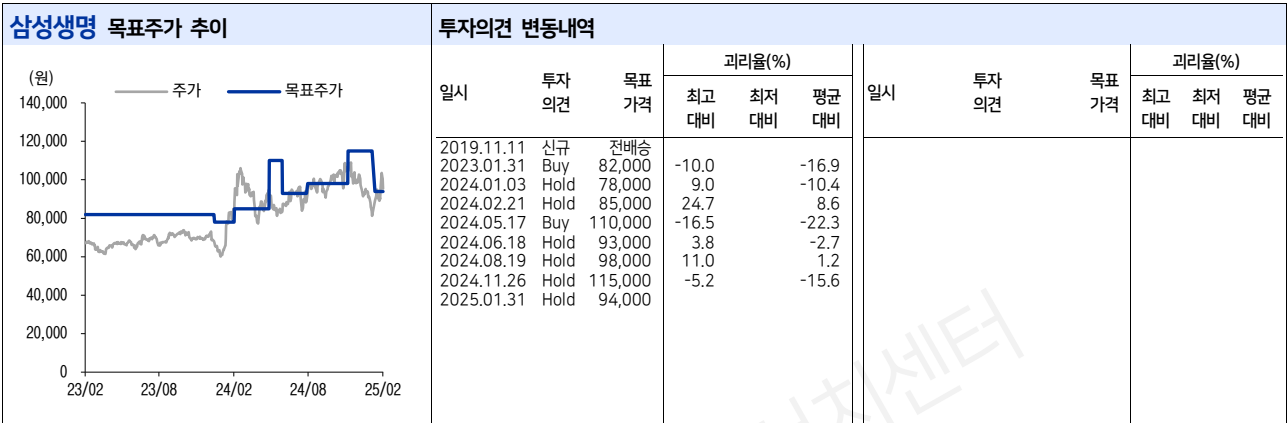
## 주요재무지표

|                     | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성/수익성(%)</b>   |        |        |        |        |        |
| 신계약(월납,십억원)         | 3,104  | 3,859  | 3,820  | 3,763  | 3,706  |
| CSM배수(배)            | 14.0   | 10.1   | 9.5    | 9.5    | 9.5    |
| CSM상각률              | 47.7   | 10.1   | 9.8    | 9.5    | 9.4    |
| 투자수익률               | 9.4    | 3.9    | 4.1    | 3.9    | 3.8    |
| 부채부담이율              | 9.8    | 3.2    | 3.7    | 3.7    | 3.8    |
| <b>CSM Movement</b> |        |        |        |        |        |
| 기초 CSM              |        | 12,393 | 13,081 | 13,742 | 14,434 |
| 신계약 CSM             | 3,628  | 3,261  | 3,024  | 2,979  | 2,934  |
| 이자부리                | 402    | 468    | 480    | 505    | 530    |
| CSM상각               | -1,368 | -1,370 | -1,379 | -1,400 | -1,449 |
| CSM조정               | -1,163 | -1,705 | -1,465 | -1,391 | -1,322 |
| 기말 CSM              | 12,393 | 13,081 | 13,742 | 14,434 | 15,128 |

자료: LS증권 리서치센터

## 주요투자지표

|                          | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)/Valuation</b> |         |         |         |         |         |
| EPS                      | 10,554  | 11,732  | 12,310  | 13,129  | 13,410  |
| BPS                      | 236,314 | 171,141 | 185,180 | 199,637 | 213,876 |
| DPS                      | 3,700   | 4,500   | 4,900   | 5,400   | 5,850   |
| ROA                      | 1.2     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| ROE                      | 4.5     | 5.8     | 6.9     | 6.8     | 6.5     |
| PER                      | 6.5     | 7.8     | 7.8     | 7.3     | 7.1     |
| PBR                      | 0.29    | 0.53    | 0.52    | 0.48    | 0.45    |
| 배당성향                     | 35.1    | 38.4    | 39.8    | 41.1    | 43.6    |
| 배당수익률                    | 5.4     | 4.9     | 5.1     | 5.7     | 6.1     |
| <b>안정성(%)</b>            |         |         |         |         |         |
| 총자산/자본총계                 | 7.1     | 9.5     | 9.3     | 9.0     | 8.8     |
| K-ICS비율                  | 218.8   | 184.0   | 181.3   | 184.6   | 182.6   |



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

| 구분              | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급                                                    | 적용기준<br>(향후 12개월)                       | 투자의견<br>비율              | 비고                                                                                                                                                                       |
|-----------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |                                         |                         |                                                                                                                                                                          |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)<br>합계                | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15%<br>-15% 이하 기대 | 92.4%<br>7.6%<br>100.0% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이<br>기준 ±15%로 변경<br><br>투자의견 비율은 2024. 01. 01 ~ 2024. 12. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신) |