



BUY (Maintain)

목표주가: 140,000 원

주가(5/16): 84,300 원

시가총액: 168,600 억원

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

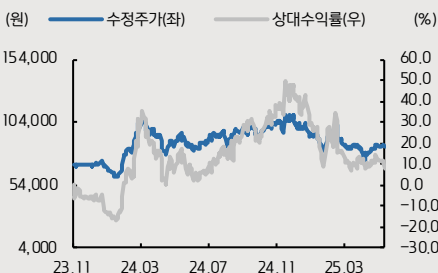
KOSPI		2,626.87pt	
시가총액		168,600 억 원	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		109,000 원	73,600 원
최고/최저가대비 등락율		-22.66%	14.54%
수익률		절대	상대
	1M	5.9%	6.1%
	6M	-19.9%	4.7%
	1Y	-8.1%	-3.9%

Company Data

발행주식수	200,000 천주
일평균 거래량(3M)	211 천주
외국인 지분율	21.77%
배당수익률(25E)	6.2%
BPS(25E)	156,957 원
주요 주주	삼성물산(주) 외 7 인 44.14%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	1,448.2	536.6	1,092.0
투자이익	(23.7)	1,000.9	698.0
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,790.2
세전이익	1,681.2	1,821.3	2,104.1
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,750.9
ROE	4.4	5.5	7.0
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	7,435	8,754
BPS	221,593	163,690	156,957
PER	7.3	9.0	7.5
PBR	0.3	0.6	0.5
DPS	3,700	4,500	5,200
배당수익률 (%)	5.4	4.7	6.2

Price Trend



삼성생명 (032830)

실적 및 DPS 증가 가시성 가장 높음



1 분기 지배순이익은 2% (YoY) 증가한 6,353 억원을 기록하여 시장 기대치를 소폭 상회. 양호한 실적에 CSM 증가세도 이어갔으며 우려 대비 K-ICS 비율도 목표치인 180%를 유지. 금리 추가 하락은 리스크 요인이나 실적 가시성을 고려했을 때 DPS 증가 가능성은 가장 높다고 판단, 보험 업종 최선호주 유지

>>> 1Q25 지배순이익 2% (YoY) 증가, 기대치 소폭 상회

2025 년 1 분기 지배주주순이익은 전년동기대비 2% (YoY) 증가한 6,353 억원으로 시장 기대치를 소폭 상회했다. 견조한 실적을 기록한 동시에 CSM 잔액은 전분기대비 3.2% 증가했으며, 당국의 할인을 현실화 방안 도입에도 K-ICS 비율은 목표치인 180%를 유지하는 등 우려보다 양호한 모습이었다.

>>> 양호한 실적, CSM 증가, K-ICS 180%

삼성생명의 보험손익은 4% (YoY) 증가했다. 전년 CSM 성장에 힘입어 견조한 CSM 상각이익을 확보했으며, 예상치도 안정적인 모습이었다. 다만 기타 항목에서는 전년동기 반영된 IBNR 제도 변경에 따른 일회성 비용 약 780 억원이 없었음에도 불구하고 기 예고한 유배당 상품 관련 손실이 반영되며 이를 상쇄하는 모습이었다. 연결 투자손익은 2% (YoY) 증가했는데, 별도 투자손익은 10% 감소했지만 카드와 증권 배당 증가가 이를 상쇄했다.

신계약 CSM 은 23% (YoY) 감소한 6,578 억원이었는데, 사망 보장 상품의 APE 와 CSM 배수가 모두 감소한 영향이다. 다만 이는 CSM 배수가 높은 건강 보장 상품(1Q 기준 CSM 배수 건강 16.3 배 vs. 사망 5.1 배) 판매에 집중하는 전략을 지속적으로 수행하고 있기 때문이다. 신계약 CSM 감소에도 연령별 손해를 가정 가이드라인 도입에 따라 양의 CSM 조정이 약 3,000 억원 반영되며 경상적인 CSM 조정액을 상쇄하면서 CSM 잔액은 전년말대비 3.2% 증가한 13.3 조원을 기록했다. 1 분기말 기준 예상 K-ICS 비율은 전년말대비 5%p 하락한 180%이다(금리 하락/할인율 현실화 -10%p vs. CSM 증가/전자 주가 상승 +5%p)

>>> DPS 증가 가시성 가장 높음, 업종 Top Pick 유지

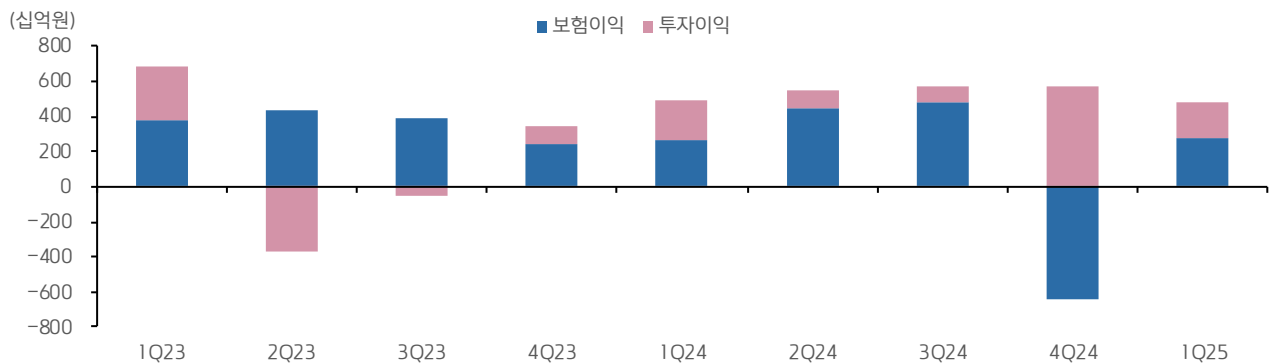
높은 자본력과 해약환급금준비금 미발생, 실적 가시성 등을 고려했을 때 DPS 증가 안정성은 가장 높다고 판단한다. 절대적인 기대배당수익률은 업종 내 상대적으로 열위일 수 있으나, 역사적으로 배당수익률이 가장 높은 구간임을 고려하면 밸류에이션 매력도 높으며 지배구조 개편 등 추가 알파를 기대할 수 있는 여지도 있다. 업종 내 최선호주로 유지한다. 다만, 금리 추가 하락 시 자본 감소 우려는 여전히 리스크요인이다.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
보험이익	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	423.1	424.0	(32.8)	536.6	1,092.0
(YoY)	-30%	2%	23%	적전	4%	-5%	-11%	적지	-63%	103%
일반/VFA	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	425.1	422.0	(27.6)	542.0	1,097.3
CSM 상각	350.9	357.3	360.6	300.8	361.1	372.5	375.6	378.4	1,369.5	1,487.5
RA 해제	80.4	79.7	82.1	79.7	85.2	84.8	84.8	84.8	321.8	339.6
예실차	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	30.3	25.2	(173.8)	(207.9)	(124.7)
보험금예실차	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	(46.2)	2.3	(17.2)	(60.9)	(74.4)	(122.1)
사업비예실차	28.1	16.2	30.3	(208.1)	39.9	28.0	42.4	(112.9)	(133.6)	(2.6)
기타	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(162.0)	(62.4)	(63.7)	(316.9)	(941.5)	(605.1)
투자이익	221.3	110.1	100.0	569.6	199.1	268.8	113.5	116.6	1,000.9	698.0
(YoY)	-26%	흑전	흑전	485%	-10%	144%	13%	-80%	흑전	-30%
보험금융손익	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(1,915.0)	(1,773.7)	(1,613.5)	(1,772.2)	(6,208.4)	(7,074.3)
투자서비스손익	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	2,114.1	2,042.5	1,726.9	1,888.8	7,209.4	7,772.3
영업이익	489.5	553.7	575.2	(75.5)	476.9	691.9	537.4	83.9	1,542.9	1,790.2
(YoY)	-28%	697%	73%	적전	-3%	25%	-7%	흑전	8%	16%
영업외손익	271.7	15.9	3.3	(12.6)	331.5	(0.1)	(5.1)	(12.4)	278.4	314.0
세전이익	761.3	569.6	578.5	(88.1)	808.5	691.9	532.3	71.5	1,821.3	2,104.1
법인세비용	109.9	131.0	117.7	(24.2)	104.7	127.6	106.7	14.3	334.4	353.3
당기순이익	651.3	438.6	460.8	(63.9)	703.7	564.3	425.6	57.2	1,486.9	1,750.9
(YoY)	-18%	595%	72%	적전	8%	29%	-8%	흑전	8%	18%
연결당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	866.7	639.6	212.6	2,260.3	2,396.4
지배주주순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	812.6	599.8	199.3	2,106.8	2,247.0
(YoY)	-12%	179%	42%	-85%	2%	9%	-11%	208%	11%	7%

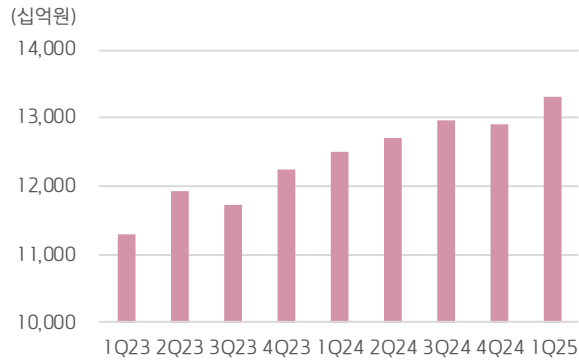
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



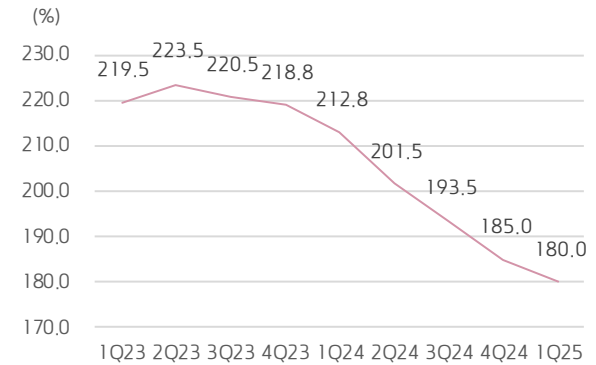
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

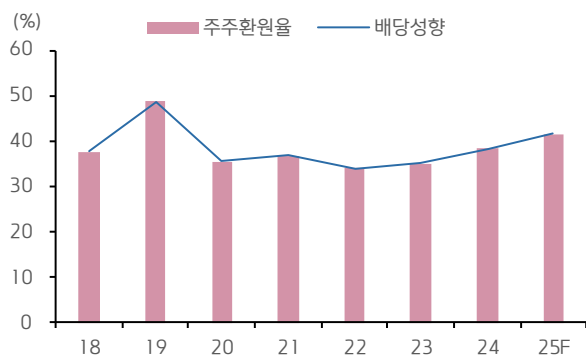
K-ICS 비율 추이



주: 3Q24는 예상치

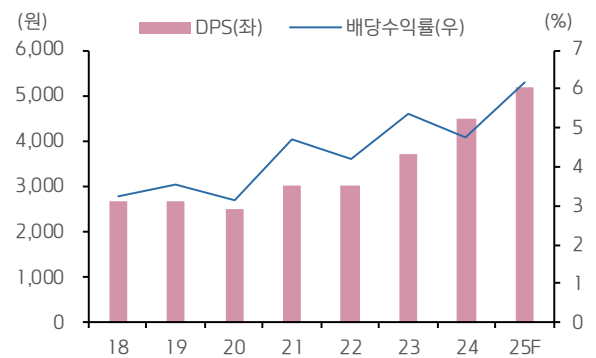
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

주주환원율과 배당성향



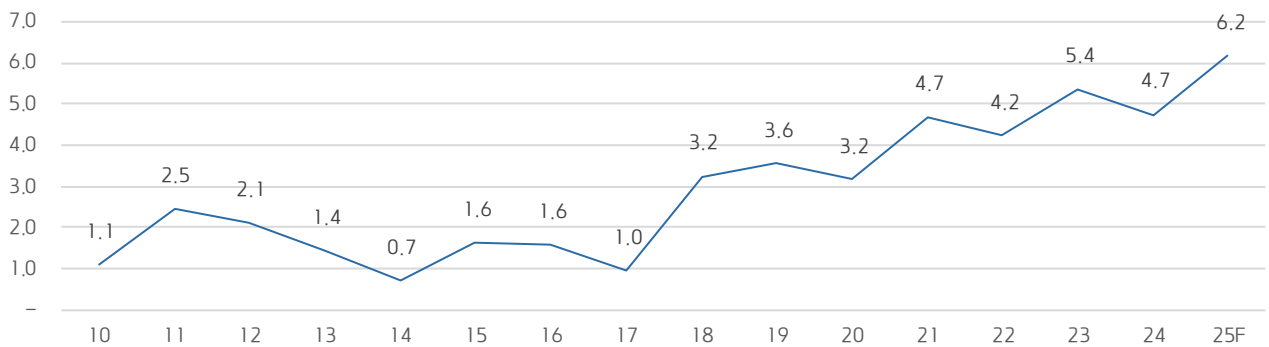
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

삼성생명의 장기 배당수익률 추이



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	14.2	13.9
FVOCI		54.0	53.4	54.6	55.1
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.2	25.4	25.0	25.0
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	317,938	321,195
운용자산		310,586	307,236	313,007	316,214
FVPL		44,552	45,753	44,291	43,856
FVOCI		167,665	164,154	170,980	174,118
AC		39	61	67	67
대출채권		78,220	78,118	78,135	78,936
부동산		6,549	6,612	6,652	6,720
비운용자산		4,110	4,983	4,931	4,981
부채총계		270,378	279,481	286,546	286,824
책임준비금		190,261	203,097	209,236	209,459
보험계약부채		190,261	203,097	209,236	209,459
잔여보장요소		185,824	198,197	204,239	204,502
최선추정		170,586	182,157	187,528	187,528
위험조정		2,846	2,959	2,943	2,943
보험계약마진		12,393	13,081	13,768	14,031
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	4,997	4,957
최선추정		4,321	4,790	4,974	4,934
위험조정		27	21	23	23
재보험계약부채		521	592	1,167	1,157
투자계약부채		29,308	30,298	29,758	29,659
기타부채		80,117	76,383	77,310	77,365
자본총계		44,319	32,738	31,391	34,371
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	20,257	22,632
해약환급금준비금		0	0	0	0
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	11,043	11,651
비지배지분		1,900	2,005	1,984	1,980

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	41.6	45.6
배당수익률 (%)		5.4	4.7	6.2	7.1
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	41.6	45.6

Compliance Notice

- 당사는 5월 16일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

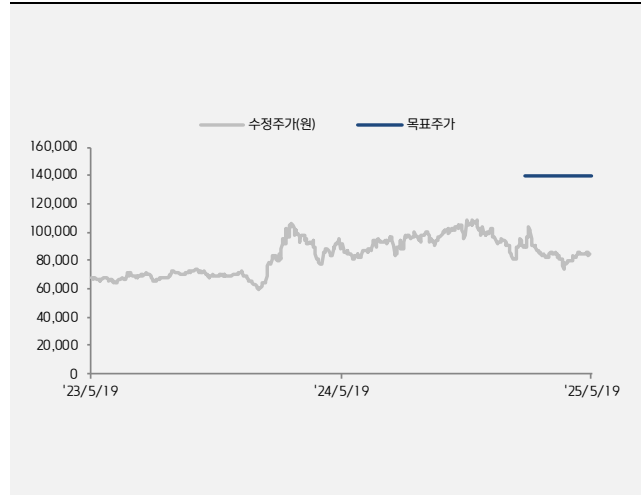
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
	2025-01-09	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-29.01	-22.14
	2025-02-21	Buy(maintain)	140,000 원	6개월	-34.12	-27.42
	2025-05-19	Buy(maintain)	140,000 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 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%