Results Comment

삼성생명 (032830)

오리무중

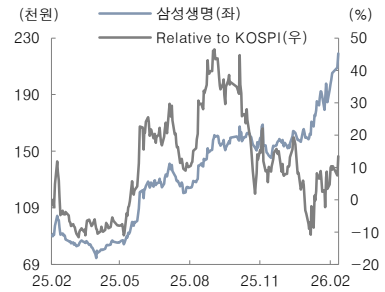
박혜진 hyejin.park@daishin.com

권용수RA yongsu.kwon@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 유지
6개월 목표주가	220,000 상향
현재주가 (26.02.20)	219,000 보험업종

KOSPI	5,808.53
시가총액	43,800십억원
시가총액비중	1.32%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	219,000원 / 73,600원
120일 평균거래대금	506억원
외국인지분율	23.21%
주요주주	삼성물산 외 7 인 43.56% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.0	48.5	68.7	129.3
상대수익률	5.1	2.4	-9.1	4.8



- 4분기 순이익 각종 일회성 요인 반영되어 컨센서스 크게 하회
- '25년 DPS 5,300원, 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족
- 자본증가로 목표주가 상향하나 멀티플은 하향 조정, 밸류업 공시 필요

목표주가 220,000원으로 상향하나 투자의견 Marketperform 유지

'25년 DPS 5,300원, 배당성향 41.3% 기록하여 배당소득분리과세 요건을 최소한으로 충족. 금번 회계처리 변경으로 부채로 계상되어 있던 계약자 지분조정금액 17.6조원이 자본 내 OCI 계정 12.8조원, 이연법인세부채 4.8조원으로 나누어 반영되었음. 이에 따라 '25년말 동사의 자기자본은 52조원에서 64.8조원으로 변경. 증가한 자본과 더불어 BPS 적용시점을 2026년으로 변경함에 따라 우리는 동사의 목표주가를 기존 189,000원에서 220,000원으로 16.4% 상향 조정함. 다만 타겟 멀티플은 0.5x로 하향하였는데, 회계적 변경이긴 하나 자본증가에 따라 지속가능한 ROE가 낮아지기 때문. 멀티플 상향을 위해서는 밸류업 공시와 함께 삼성전자 자사주 소각 및 특별배당을 고려한 전향적 배당정책이 필요하다고 판단함. 따라서 투자의견은 동사의 배당정책이 변한 것이 없기 때문에 기존 시장수익률 유지

4Q25 연결기준 순이익 1,857억원(QoQ -74.3%, YoY +187%) 기록

4분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 20% 이상 하회. 예실차 손실 확대 및 기타보험손실 발생하여 보험서비스손익이 -1,182억원으로 적자전환한 데 기인. 예실차 가운데 사업비 부문이 -730억원으로 다소 크게 반영되었는데, 이는 성과급 지급 및 명예퇴직 실시했기 때문. 기타보험손실인 CSM손실액은 -2,970억원으로 적자 지속되었는데, 유배당연금 손실계약비용 2,320억원 반영한 영향

건강보험 신계약은 상당히 양호하였으나 사망보장보험 신계약은 분기 대비 감소하였고, 무엇보다 전 보종에 걸쳐 CSM배수가 하락하여 신계약 CSM은 7,620억원(QoQ -12.6%, YoY -2.3%)으로 다소 부진. 특히 건강보험 배수가 14.7배로 하락폭이 컸는데, 환급형 건강보험 판매비중이 높아진 데 기인. CSM조정액은 -1.36조원으로 대거 발생. 교육세율 인상 영향 3,000억원과 1, 2세대 실손보험 보험료 인하 및 청구액 증가에 따른 계리적 가정 변경 6,500억원 반영되었기 때문. 이에 따라 기말 CSM은 13.2조원(QoQ -5.9%, YoY +2.4%)으로 분기 대비 감소. 기말 K-ICS비율은 198%로 분기 대비 상승, 삼성전자 주가 상승 영향

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험손익	1,449	542	975	1,180	1,220
투자손익	1,110	3,265	3,011	3,407	3,689
순이익	1,895	2,107	2,303	2,489	2,649
YoY		11.2%	9.3%	8.1%	6.4%
기말 CSM	12,393	13,081	13,453	13,124	12,986
ROE	4.47	6.86	3.67	3.15	3.25
PBR	0.27	0.61	0.45	0.50	0.48
PER	6.01	8.83	12.29	15.80	14.85
DPS	3,700	4,500	5,300	6,000	6,500

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약 (단위: 십억원)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YoY
보험서비스손익	-645.1	277.9	553.5	261.6	-118.2	적전	적지
CSM 손익	-217.0	298.4	457.8	305.6	60.2	-80.3%	흑전
RA 환입	79.7	85.2	83.8	89.3	87.3	-2.2%	9.6%
예실차	-289.1	-6.4	45.9	-54.4	-146.1	적지	적지
기타	-218.6	-99.3	-34.1	-78.9	-119.6	적지	적지
투자손익	741.8	564.6	456.2	692.1	308.7	-55.4%	-58.4%
(연결적용)	926.6	598.6	811.8	1,122.8	477.8	-57.4%	-48.4%
일반보험 투자손익	554.2	191.2	122.3	292.0	212.1	-27.4%	-61.7%
변액보험 투자손익	40.4	10.0	-24.7	-26.3	-58.5	적지	적전
퇴직보험 투자손익	-25.0	-2.1	-7.6	-10.1	-6.6	적지	적지
연결/지분법 배당수익	-12.6	331.5	10.6	5.9	-7.4	적전	적지
연결효과	184.8	34.0	355.6	430.6	169.1	-60.7%	-8.5%
세전이익	96.7	842.5	1,009.6	953.7	190.5	-80.0%	97.0%
당기순이익	94.3	677.5	793.6	760.9	219.5	-71.2%	132.8%
지배지분 순이익	64.7	635.3	758.9	723.0	185.7	-74.3%	187.0%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성생명 CSM 관련 (단위:십억원, 배)

CSM 관련	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	QoQ	YoY
신계약 CSM	780	658	769	871	762	-12.6%	-2.3%
- 사망 보장	277	154	103	237	182	-23.3%	-34.3%
(APE)	469	396	251	396	334	-15.5%	-28.7%
- 건강 보장	471	488	653	611	550	-10.0%	16.6%
(APE)	344	369	471	415	441	6.3%	28.0%
- 연금/저축	31	16	13	23	30	28.7%	-4.3%
(APE)	187	107	109	192	137	-28.5%	-26.7%
이자부리	125	116	118	129	131	1.3%	4.6%
가정변경 조정	-666	-6	-67	-321	-1364		
기말 CSM	12,902	13,309	13,746	14,047	13,218	-5.9%	2.4%
CSM 배수율	9.80	10.20	12.21	11.96	10.70	-1.3	0.9
건강보험	16.4	16.3	16.6	17.5	14.7	-2.7	-1.7
사망보장	7.24	5.06	4.94	7.05	6.25	-0.8	-1.0
연금/저축	1.57	3.02	2.98	2.68	3.37	0.7	1.8

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 3. 삼성전자 추가 자사주 소각에 따른 생명/화재 필요 매각 주식 수 및 DPS 변화 전망 (단위: 주, 십억원, 원, %)

		주식수					
		기초	기말	변동수량	지분율	매각금액	매각단가
1 차 소각에 따른 주식수 /DPS 변화	삼성생명	508,157,148	503,904,843	4,252,305	8.51	233.8	54,982
	삼성화재	88,802,052	88,058,948	743,104	1.49	40.9	55,039
2 차 소각시 매각 필요 주식수	삼성생명	503,904,843	499,772,823	4,132,020	8.51	785.1	190,000
	삼성화재	88,058,948	87,336,865	722,083	1.49	137.2	
3 차 소각시 매각 필요 주식수	삼성생명	499,772,823	494,894,955	4,877,868	8.51	926.8	190,000
	삼성화재	87,336,865	86,484,442	852,423	1.49	162.0	

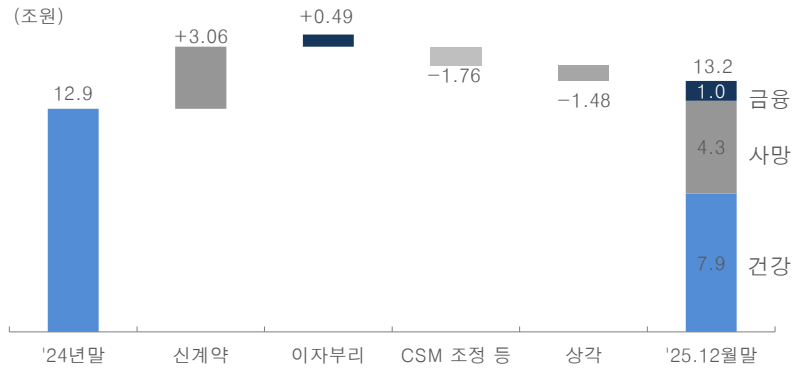
자료: Dart, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성전자 추가 자사주 소각에 따른 생명/화재 필요 매각 주식 수 및 DPS 변화 전망 (단위: 십억원, 원)

		매각차익	실수령액	DPS 상승분
1 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	213	159	**355**
	삼성화재	37	28	**280**
2 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	764	573	**1,277**
	삼성화재	134	100	**1,006**
3 차 소각에 따른 DPS 상승분	삼성생명	902	677	**1,508**
	삼성화재	158	118	**1,188**

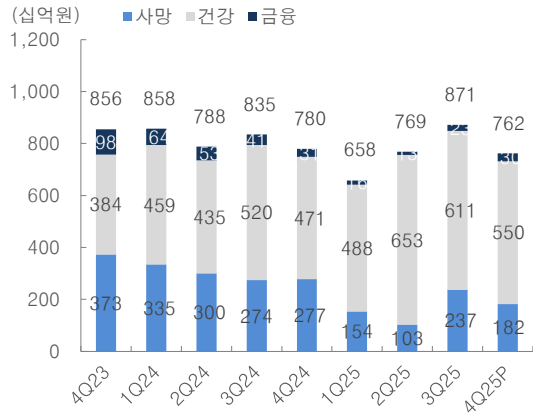
자료: Dart, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



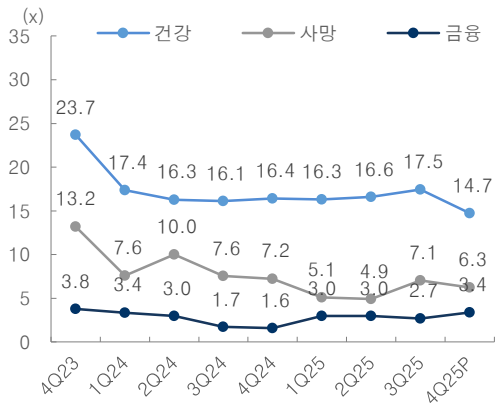
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



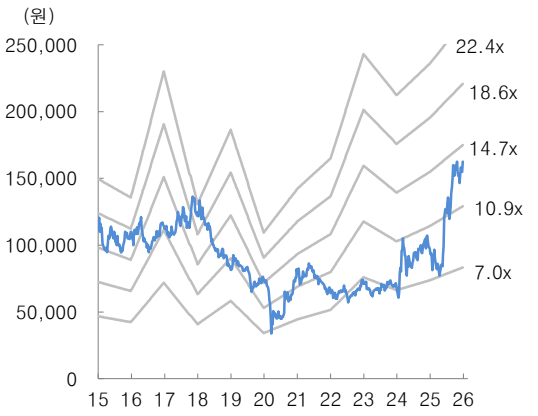
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



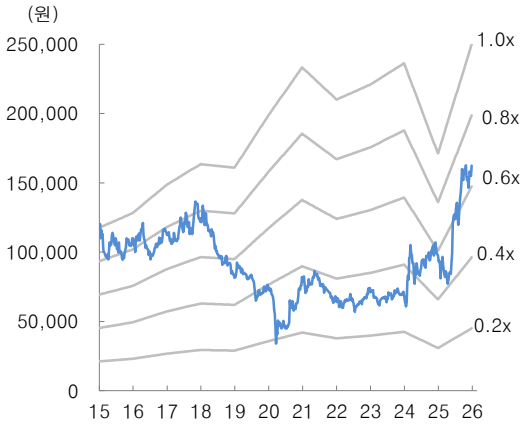
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL (단위: 십억원)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험서비스손익	1,449	542	975	1,180	1,220
CSM손익	1,302	849	1,122	1,403	1,458
RA환입	468	321	346	352	352
예실차	-159	-208	-161	-230	-245
기타	-163	-420	-332	-345	-345
투자손익	232	2,272	2,022	2,318	2,492
일반보험 투자손익	-87	890	818	1,061	1,167
자산손익	6,052	6,301	6,534	7,016	7,271
부담이자	-6,139	-5,410	-5,716	-5,057	-4,233
변액보험 투자손익	12	190	-100	-34	-34
퇴직보험 투자손익	52	-79	-26	-26	-26
연결/지분법 배당수익	255	279	341	380	389
연결효과	878	993	989	1,088	1,197
세전이익	2,559	2,814	2,996	3,499	3,712
법인세비용	525	553	545	875	928
당기순이익	2,034	2,260	2,452	2,624	2,784
지배지분연결 당기순이익	1,895	2,107	2,303	2,489	2,649

Valuation	2023	2024	2025P	2026E	2027E
BPS	236,314	171,141	349,293	440,220	454,233
EPS	10,554	11,732	12,824	13,860	14,750
ROE	4.47	6.86	3.67	3.15	3.25
PBR	0.27	0.61	0.45	0.50	0.48
PER	6.01	8.83	12.29	15.80	14.85
DPS	3,700	4,500	5,300	6,000	6,500
현금배당	664.4	808.1	951.7	1,077.4	1,167.2
배당성향	35.1	38.4	41.3	43.3	44.1
배당수익률	5.8	4.3	3.4	2.7	3.0

증가율	2023	2024	2025P	2026E	2027E
보험서비스손익		-62.6%	79.9%	21.1%	3.3%
CSM손익		-34.8%	32.2%	25.1%	3.9%
순이익	8.0%	11.2%	9.3%	8.1%	6.4%
운용자산	-7.1%	-2.7%	15.7%	3.5%	3.5%
CSM		5.6%	2.8%	-2.4%	-1.0%
자본총계	-49.6%	-26.2%	98.0%	28.3%	3.2%

BS (단위: 십억원)

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
일반계정 운용자산	219,659	213,790	247,285	255,824	264,704
현예금	2,913	1,629	1,690	1,759	1,830
금융자산	205,185	199,651	232,551	240,970	249,726
- FVPL	17,571	21,372	22,856	23,784	24,750
- FVOCI	151,194	145,684	181,713	189,091	196,769
- FVAC	36,419	32,595	27,983	28,095	28,207
지분법적용 주식 등	7,728	8,595	9,671	9,710	9,749
부동산 등	3,834	3,915	3,372	3,386	3,399
변액자산	27,542	25,795	28,962	28,974	28,985
퇴직자산	27,949	29,829	28,505	28,516	28,527
연결조정	39,546	42,806	45,934	45,934	45,934
자산 計	314,696	312,219	350,686	359,248	368,151
보험부채	190,261	203,097	202,007	171,452	139,864
BEL	174,906	186,948	185,286	155,060	123,610
CSM	12,393	13,081	13,453	13,124	12,986
RA	2,873	2,980	3,179	3,179	3,179
기타	89	89	89	89	89
투자계약부채	29,308	30,298	29,166	29,178	29,189
계약자지분조정	10,510	7,298	0	0	0
이연법인세부채	7,210	2,718	14,523	14,523	14,523
연결조정 등	33,072	36,068	40,154	40,154	40,154
부채 計	270,361	279,481	285,850	255,307	223,731
자본금	100	100	100	100	100
자본잉여금	125	125	125	125	125
이익잉여금	17,978	19,420	21,085	23,574	26,223
자본조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
기타포괄손익 누계액	26,350	13,205	43,531	61,531	61,531
금융자산 평가손익	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
전자주식	18,000	18,000	21,000	21,000	21,000
채권	-12,000	-12,000	-3,000	-3,000	-3,000
기타포괄 보험금융손익	20,350	7,205	37,531	37,531	37,531
비지배지분	1,900	2,005	2,111	2,111	2,111
자본 計	44,336	32,738	64,835	83,213	85,862
지배주주 자기자본	42,436	30,733	62,724	79,052	81,569

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

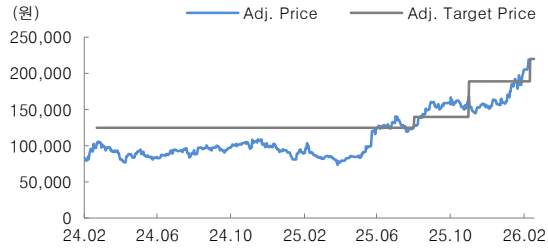
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권용수)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.02.23	26.01.26	26.01.19	25.12.02	25.12.01	25.11.28
투자의견	Marketperform	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperform
목표주가	220,000	189,000	189,000	189,000	189,000	189,000
괴리율(평균,%)			(16.04)	(17.27)	(20.37)	(20.58)
괴리율(최대/최소,%)			(2.06)	(9.74)	(17.78)	(18.62)
제시일자	25.11.13	25.10.28	25.08.14	25.07.27	25.06.27	25.06.23
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	189,000	140,000	140,000	125,000	125,000	125,000
괴리율(평균,%)	(20.76)	9.49	8.89	2.74	4.69	2.13
괴리율(최대/최소,%)	(18.73)	(8.93)	19.29	(4.24)	(0.88)	0.40
제시일자	25.05.16	25.05.16	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.20
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
괴리율(평균,%)	(12.20)	(27.39)	(27.35)	(27.27)	(26.75)	(23.99)
괴리율(최대/최소,%)	2.32	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)
제시일자	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.12.31	24.11.29	24.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
괴리율(평균,%)	(22.13)	(22.31)	(19.71)	(19.06)	(17.78)	(14.90)
괴리율(최대/최소,%)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:26.02.17)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.5%	10.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상