



BUY (Maintain)

목표주가: 220,000 원

주가(1/22): 178,800 원

시가총액: 357,600 억원



보험/증권 Analyst 안영준

yj.ahn@kiwoom.com

Stock Data

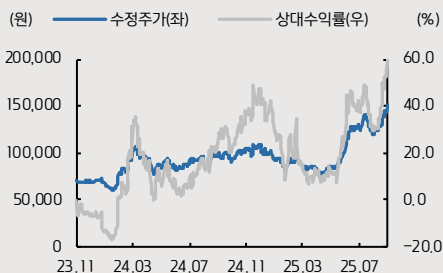
KOSPI	4,952.53pt		
시가총액	357,600억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	178,800 원	73,600 원	
최고/최저가대비 등락율	0.00%	142.93%	
수익률	절대	상대	
	1M	9.2%	22.4%
	6M	43.6%	78.0%
	1Y	113.9%	207.2%

Company Data

발행주식수	200,000 천주
일평균 거래량(3M)	306 천주
외국인 지분율	23.28%
배당수익률(25E)	3.3%
BPS(25E)	199,115 원
주요 주주	삼성물산(주) 외 8인 44.14%

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	1,448.2	536.6	1,130.0
투자이익	(23.7)	1,000.9	649.4
영업이익	1,424.8	1,542.9	1,765.4
세전이익	1,681.2	1,821.3	2,102.7
당기순이익	1,382.9	1,486.9	1,702.5
ROE	4.4	5.5	6.5
ROA	0.6	0.7	0.7
EPS	6,915	7,435	8,513
BPS	221,593	163,690	199,115
PER	7.3	9.0	14.2
PBR	0.3	0.6	0.8
DPS	3,700	4,500	5,500
배당수익률 (%)	5.4	4.7	3.3

Price Trend



삼성생명 (032830)

4Q25 Pre: 컨센 부합. 반도체 호황은 배당수익 증가로



- 4분기 지배순이익 325% (YoY) 증가한 2,747 억원, 시장 기대치 부합 전망
- 손해율 상승과 계절적 요인에 따른 비용 반영 등으로 보험이익 부진
- 부진한 업황 속 안정적인 실적을 유지할 것으로 전망 + FY27 삼성전자 특별배당 시 배당금수익 증가 등 수혜도 기대. 보험 업종 최선호주 유지

>>> 4Q25 지배순이익 325% (YoY) 증가, 컨센서스 부합 전망

2025년 4분기 지배주주순이익은 325% (YoY) 증가한 2,747 억원으로 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 손해율 상승 등 비우호적인 환경으로 보험이익은 상대적으로 부진할 것으로 예상되나, 견조한 투자이익과 전년 낮은 기저의 영향으로 전년동기대비 큰 폭의 실적 개선이 이루어질 수 있을 것으로 보인다.

>>> 4분기 계절적으로 보험손익 부진하나, 점진적으로 개선 중

삼성생명의 보험손익은 전년동기 -6,451 억원 대비 흑자 전환한 230 억원을 기록할 것으로 예상된다. 의료파업 정상화 등 업종 전반적인 손해율 상승 기조와 가정 조정 및 성과급 비용 반영 등 계절적인 요인이 반영되며 경상적인 수준 대비로는 저조한 보험손익이 예상된다. 다만 전년동기 약 7,000 억원 이상 반영된 일회성 손실 요인들은 개선 추세를 보일 것으로 판단한다. 투자이익은 전년동기 회계처리 방법 변경에 따른 일회성 이익이 있었으나, 해당 요인이 제거되면서 경상적인 수준으로의 회귀가 예상된다.

>>> 삼성전자 실적 호조로 배당수익 증가 기대. Top Pick 유지

투자 의견 BUY 와 목표주가 22 만원을 유지한다. 아직 업종 전반적으로 실적 변동성 요인이 남아있지만, 연간 지배순이익 2 조원 이상의 이익 체력이 확인될 것으로 보이며 안정적인 신계약 CSM 확보 능력으로 업종 내 가장 견조한 실적이 예상된다.

추가로 주목할 점은 반도체 업황 호조에 따른 삼성전자 특별배당 가능성이다. 삼성전자는 FY24~26 3 개년 FCF 의 50%를 주주환원으로 활용할 계획인데, 업황 호조에 따른 실적 증가는 주주환원 재원 확대로도 이어질 것으로 기대된다. 삼성생명은 삼성전자의 지분 8.51%를 보유 중으로, 과거 삼성전자가 2021년 FY18~20 FCF 50%의 동일한 주주환원 정책에 따른 특별배당 지급 시(3 개년 FCF 약 80 조원. 정규배당 3 년간 연 9.6 조원 + 특별배당 10.7 조원 = 총 주주환원 39.6 조원) 삼성생명의 실적에는 세후 약 6,480 억원이 가산된 바 있다.

1월 22일 현재 삼성전자의 컨센서스 기준 FY24~26 FCF는 약 120조원으로, 동일한 방법으로 특별배당을 단행한다면 삼성생명이 기대 가능한 수익 증가분은 FY27 약 1,3 조원이다. 수익 인식까지 1년 이상 남아있으나, 해당 기간 동안 새로운 주가 상승 동력으로서의 작용을 기대할 수 있다는 판단이다.

삼성전자의 3개년 주주환원 정책 및 컨센서스

(단위: 조원)	2018 ~ 2020	2021 ~ 2023	2024 ~ 2026F
FCF	79.2	17.3	120.7
주주환원 자원 (FCF의 50%)	39.6	8.6	60.3
정규 배당 총액	28.9	29.2	29.4
추가 주주환원 자원	10.7	(20.6)	30.9

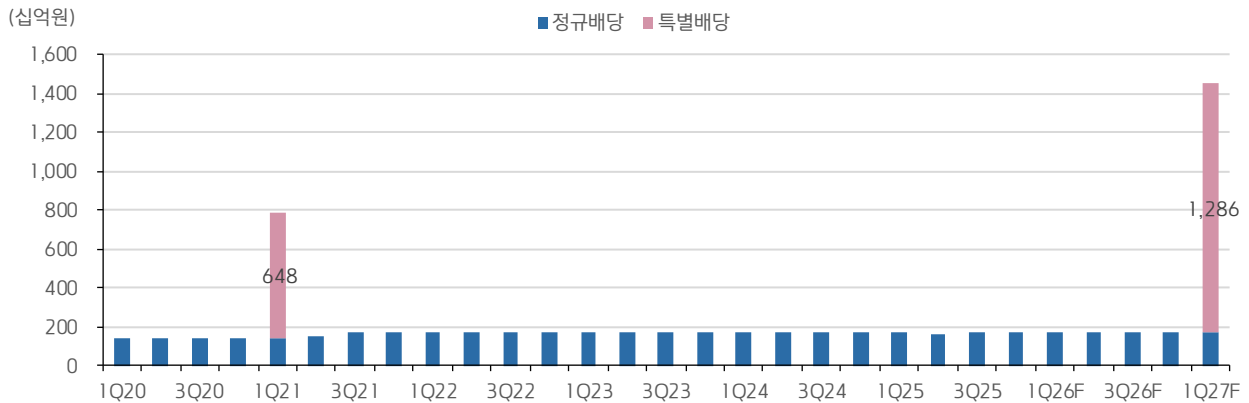
주 1) FCF는 계산 방식에 따라 다소 차이가 있을 수 있음
 2) 2018~2020년 추가 주주환원 자원인 10.7조원은 전액 특별배당 재원으로 사용
 3) 2021~2023년은 FCF 미달에 따라 정규배당만 지급
 4) 2024~2026년 FCF는 1/22 FnGuide 컨센서스 기준
 자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자 특별배당 가정 시 2027년 삼성생명의 이익 증가분 추정

항목	금액(십억원, 백만주)	비고
삼성전자 추가 주주환원 자원 (A)	30,925	2024년 ~ 2026년 FCF 컨센서스에서 정규 배당 총액 차감
자기주식 매입 공시액 (B)	12,500	'24.11 3조원, '25.2 3조원, '25.7 월 4조원, '26.1 월 2.5조원 함께 임직원 주식보상 목적 취득 공시 포함
잔액 (C)	18,425	(C) = (A) - (B)
전액 특별배당 시 예상 DPS (원, D)	3,161	(D) = (C) / 보통주 유통주식수 5,814백만주
삼성생명의 삼성전자 보유 주식수 (E)	503	1/22 기준
예상 배당금수익 증가분 (F)	1,593	(F) = (D) * (E)
예상 법인세비용 (G)	307	(G) = (F) * 법인세율 27.5% * 자회사 배당 익금불산입 (1~30%)
예상 삼성생명 순이익 증가분 (H)	1,286	(H) = (F) - (G)

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성생명이 삼성전자로부터 받는 분기별 세후 배당금수익 추정



주: 배당금수익 인식일 기준. 1Q21 특별배당은 FY18~20 결산 결과
 자료: 삼성생명, 삼성전자, 키움증권 리서치센터.

삼성전자의 3 개년 주주환원 정책

FY 2024-2026

배당	연간 약 9.8조원	총 주주환원	FCF의 50%
----	------------	--------	----------

주주환원 정책 (FY 2024-2026)

- 2024년 1월에 2024-2026년 주주환원 정책을 발표했습니다. 주주가치 제고 및 경영 환경, 투자 전략, 재무구조 등 다각적 측면에서 심도 깊게 검토했으며 기존 주주환원 정책을 유지하기로 했습니다.
- 3년간 발생하는 Free Cash Flow의 50%를 환원하고, 연간 9.8조원의 정규배당을 지급할 예정입니다.
- 매년 잔여재원을 산정하여 충분한 잔여재원이 발생할 경우 정규 배당 외에 일부 조기 추가 환원 검토 프로세스도 유지할 계획입니다.
- 3개년 주주환원 정책 대상 기간 종료 이전이라도 M&A 추진, 현금 규모 등을 감안하여 탄력적으로 새로운 주주환원 정책 발표 및 시행을 검토할 것입니다.

FY 2021-2023

배당	29.4조원	총 주주환원	29.4조원
----	--------	--------	--------

주주환원 정책 (FY 2021-2023)

- 2021년 1월에 2021-2023년 주주환원 정책을 발표하였습니다. 3년간 발생하는 Free Cash Flow의 50% 환원 정책을 유지하기로 했습니다.
- 정규 배당은 매년 약 9.8조원 수준으로 지급했습니다.
- 3년간 총 Free Cash Flow는 18.8조원, 정책상 주주환원 재원인 50%는 약 9.4조원이었으며, 지급한 배당금 29.4조원은 Free Cash Flow의 157%와 총 주주환원 재원의 313%에 해당하였습니다. 메모리 시황의 급격한 위축 및 글로벌 경기 둔화 등으로 현금흐름 측면의 어려움에도 불구하고, 약속 드린 주주환원 정책을 충실하게 이행했습니다.

FY 2018-2020

배당	39.6조원	총 주주환원	39.6조원	보유 자사주 소각(2018)	'18.12/4일, 보유 자사주 잔여분을 전량 소각하였습니다.
----	--------	--------	--------	-----------------	------------------------------------

주주환원 정책 (FY 2018-2020)

- 합리적이며 보다 예측가능성을 높이기 위한 정책 수립을 위해 다각적으로 검토해왔으며, 2017년 10월에 2018~2020년 주주환원 정책을 발표하였습니다.
- 정규 배당은 매년 9.6조원 수준으로 지급했습니다.
- 주주환원의 기준이 되는 Free Cash Flow를 계산할 때 M&A를 차감하지 않도록 하여 예측가능성을 제고했습니다.
- 주주환원 규모의 급격한 변동을 방지하기 위해 Free Cash Flow 50% 환원 기준을 기존 1년에서 3년 단위로 변경하였습니다. 3년간 Free Cash Flow의 50% 중 정규 배당 집행 후 발생한 잔여재원 10.7조원에 대해서는 특별배당금 성격의 현금 배당을 결정하였고, '21.4/16일에 지급하였습니다.

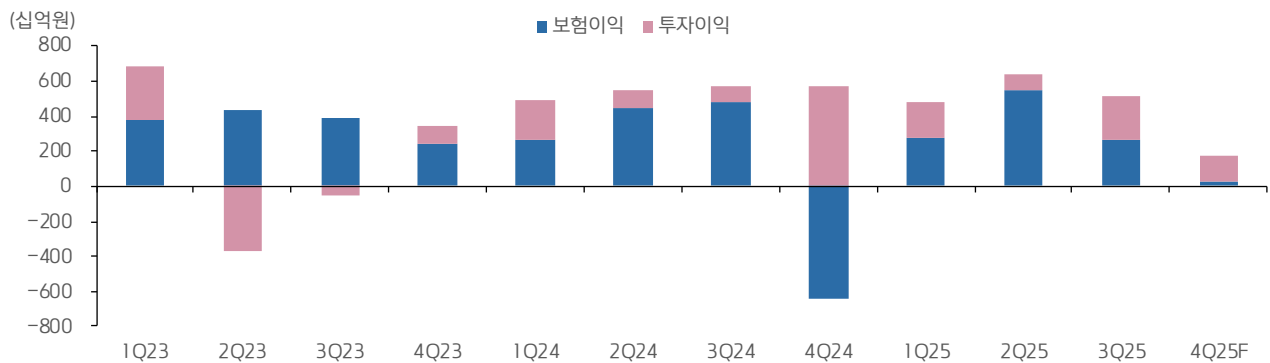
자료: 삼성전자, 키움증권 리서치센터.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E
보험이익	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	261.6	23.0	536.6	1,130.0
(YoY)	-30%	2%	23%	적전	4%	25%	-45%	흑전	-63%	111%
일반/VFA	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	261.6	28.1	542.0	1,121.1
CSM 상각	350.9	357.3	360.6	300.8	361.1	382.6	378.4	386.6	1,369.5	1,508.7
RA 해제	80.4	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	89.3	90.6	321.8	348.9
예실차	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	45.9	(54.4)	(99.9)	(207.9)	(114.7)
보험금예실차	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	(46.2)	(15.3)	(99.2)	(45.1)	(74.4)	(205.8)
사업비예실차	28.1	16.2	30.3	(208.1)	39.9	61.2	44.8	(54.8)	(133.6)	91.1
기타	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(162.0)	41.1	(151.7)	(349.2)	(941.5)	(621.8)
투자이익	221.3	110.1	100.0	569.6	199.1	90.0	255.6	143.8	1,000.9	688.5
(YoY)	-26%	흑전	흑전	485%	-10%	-18%	156%	-75%	흑전	-31%
보험금융손익	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(1,915.0)	(2,962.2)	(2,626.0)	(2,157.1)	(6,208.4)	(9,660.3)
투자서비스손익	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	2,114.1	3,052.2	2,881.6	2,300.9	7,209.4	10,348.8
영업이익	489.5	553.7	575.2	(75.5)	476.9	643.5	517.2	166.8	1,542.9	1,804.5
(YoY)	-28%	697%	73%	적전	-3%	16%	-10%	흑전	8%	17%
영업외손익	271.7	15.9	3.3	(12.6)	331.5	10.6	5.9	(10.6)	278.4	337.3
세전이익	761.3	569.6	578.5	(88.1)	808.5	654.0	523.1	156.2	1,821.3	2,141.8
법인세비용	109.9	131.0	117.7	(24.2)	104.7	157.3	113.7	32.7	334.4	408.3
당기순이익	651.3	438.6	460.8	(63.9)	703.7	496.8	409.4	123.6	1,486.9	1,733.5
(YoY)	-18%	595%	72%	적전	8%	13%	-11%	흑전	8%	17%
연결당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	793.6	760.9	289.1	2,260.3	2,521.1
지배주주순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	758.9	723.0	274.7	2,106.8	2,391.8
(YoY)	-12%	179%	42%	-85%	2%	2%	7%	325%	11%	14%

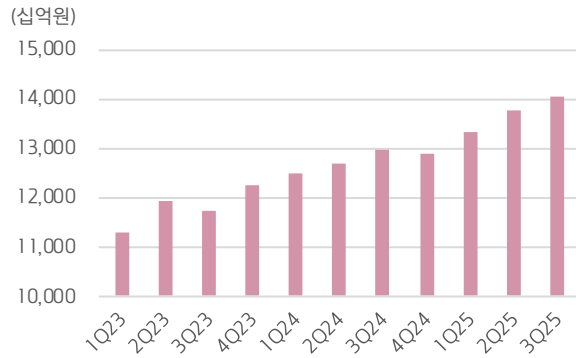
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이 및 전망



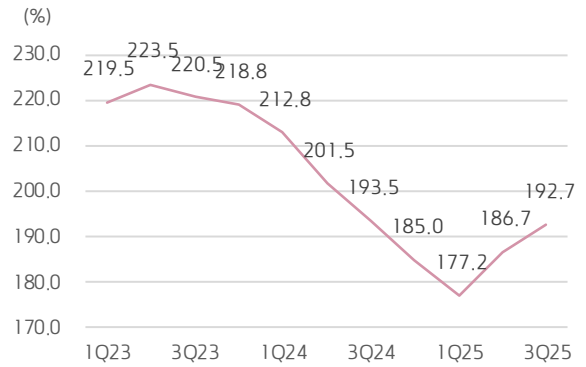
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

CSM 기말 잔액 추이



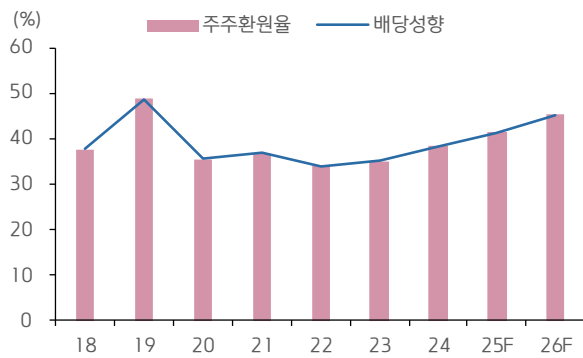
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

K-ICS 비율 추이



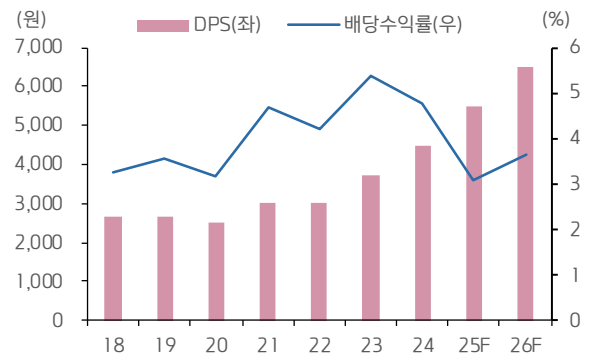
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

주주환원율과 배당성향



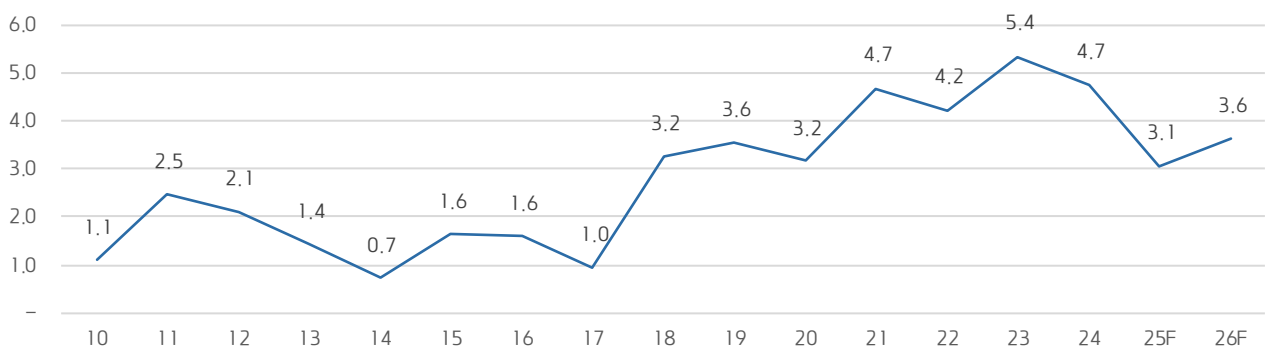
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

DPS와 배당수익률



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 장기 배당수익률 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
보험이익		1,448.2	536.6	1,130.0	1,233.3
일반/VFA		1,448.5	542.0	1,121.1	1,224.0
CSM 상각		1,367.7	1,369.5	1,508.7	1,426.7
RA 해제		467.5	321.8	348.9	362.3
예실차		(158.2)	(207.9)	(114.7)	(92.4)
보험금예실차		51.1	(74.4)	(205.8)	(170.8)
사업비예실차		(209.4)	(133.6)	91.1	78.5
기타		(228.4)	(941.5)	(621.8)	(472.6)
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	688.5	826.5
보험금융손익		(9,189.0)	(6,208.4)	(9,660.3)	(9,784.4)
투자서비스손익		9,165.3	7,209.4	10,348.8	10,610.9
영업이익		1,424.8	1,542.9	1,804.5	2,059.8
영업외손익		256.3	278.4	337.3	347.3
세전이익		1,681.2	1,821.3	2,141.8	2,407.1
법인세비용		298.3	334.4	408.3	505.4
당기순이익		1,382.9	1,486.9	1,733.5	1,901.7
연결당기순이익		2,033.7	2,260.3	2,521.1	2,631.8
지배주주순이익		1,895.3	2,106.8	2,391.8	2,500.5
CSM Movement					
기시		10,749	12,247	12,902	13,045
신계약		856	780	718	695
이자부리		105	125	132	125
상각		381	301	387	367
조정		41	666	1,465	511
기말		12,247	12,902	13,045	13,259
CSM 증감 (YoY, %)		14	5	1	2
순증액		1,499	655	143	214
K-ICS 비율		218.8	185.0	206.4	217.3
지급여력금액		53,373	45,418	54,599	59,749.6
지급여력기준금액		24,390	25,188	26,456	27,496.8

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
운용자산 비중 (%)					
FVPL		14.3	14.9	14.9	14.6
FVOCI		54.0	53.4	54.5	54.9
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.2	25.4	24.7	24.7
부동산		2.1	2.2	2.1	2.1
주요비율 (% 배)					
ROA		0.6	0.7	0.7	0.8
ROE		4.4	5.5	6.5	6.2
P/E		7.3	9.0	14.2	12.9
P/B		0.31	0.58	0.85	0.76

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계		314,696	312,219	346,455	351,887
운용자산		310,586	307,236	341,086	346,433
FVPL		44,552	45,753	51,280	51,050
FVOCI		167,665	164,154	192,185	196,764
AC		39	61	89	90
대출채권		78,220	78,118	79,437	80,682
부동산		6,549	6,612	6,391	6,491
비운용자산		4,110	4,983	5,370	5,454
부채총계		270,378	279,481	287,015	288,185
책임준비금		190,261	203,097	207,658	207,831
보험계약부채		190,261	203,097	207,658	207,831
잔여보장요소		185,824	198,197	202,527	202,740
최선추정		170,586	182,157	186,204	186,204
위험조정		2,846	2,959	3,058	3,058
보험계약마진		12,393	13,081	13,265	13,479
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	5,131	5,090
최선추정		4,321	4,790	5,113	5,072
위험조정		27	21	19	19
재보험계약부채		521	592	1,038	1,029
투자계약부채		29,308	30,298	29,786	29,688
기타부채		80,117	76,383	79,357	80,355
자본총계		44,319	32,738	59,440	63,702
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	20,187	22,663
해약환급금준비금		0	0	0	0
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	39,126	40,904
비지배지분		1,900	2,005	2,018	2,027

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주주환원지표					
DPS (원)		3,700	4,500	5,500	6,500
증가율(YoY, %)		23	22	22	18
배당성향 (%)		35.1	38.4	41.3	46.3
배당수익률 (%)		5.4	4.7	3.1	3.6
현금배당액 (십억원)		664.4	808.1	987.7	1,167.2
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	41.3	46.3

Compliance Notice

- 당사는 1월 22일 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

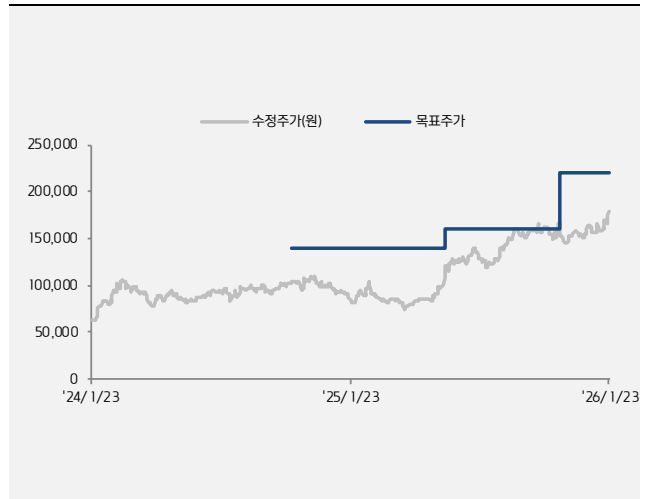
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
	2024-01-09	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-30.19	-22.14
	2025-02-03	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-34.25	-22.14
	2025-05-26	Buy(Maintain)	140,000 원	6개월	-28.75	-22.29
	2025-06-05	Buy(Maintain)	160,000 원	6개월	-20.38	-12.06
	2025-08-14	Buy(Maintain)	160,000 원	6개월	-20.67	-12.06
	2025-08-18	Buy(Maintain)	160,000 원	6개월	-12.15	4.38
	2025-11-14	Buy(Maintain)	220,000 원	6개월	-32.00	-30.18
	2025-11-28	Buy(Maintain)	220,000 원	6개월	-29.25	-24.82
	2026-01-23	Buy(Maintain)	220,000 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 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%