



### BUY (Maintain)

목표주가: 300,000 원 (상향)

주가(2/20): 219,000 원

시가총액: 438,000 억원



보험/증권 Analyst 안영준  
yj.ahn@kiwoom.com

#### Stock Data

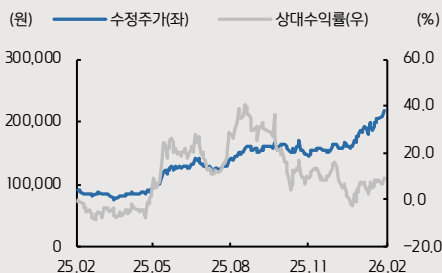
KOSPI	5,808.53pt		
시가총액	438,000억 원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	219,000 원	73,600 원	
최고/최저가대비 등락율	0.00%	197.55%	
수익률	절대	상대	
	1M	18.3%	19.4%
	6M	57.9%	129.9%
	1Y	140.1%	287.2%

#### Company Data

발행주식수	200,000 천주
일평균 거래량(3M)	295 천주
외국인 지분율	23.20%
배당수익률(26E)	2.7%
BPS(26E)	465,919 원
주요 주주	삼성물산(주) 외 8인 44.14%

(십억원, 배)	2024	2025E	2026E
보험이익	536.6	981.0	1,067.4
투자이익	1,000.9	691.7	878.0
영업이익	1,542.9	1,666.5	1,945.4
세전이익	1,821.3	2,007.0	2,291.8
당기순이익	1,486.9	1,699.8	1,718.9
ROE	5.5	4.7	3.0
ROA	0.7	0.7	0.7
EPS	7,435	8,499	8,594
BPS	163,690	324,177	499,994
PER	9.0	13.7	18.0
PBR	0.6	0.5	0.4
DPS	4,500	5,300	6,000
배당수익률 (%)	4.7	3.4	2.7

#### Price Trend



## 삼성생명 (032830)

### 4Q25 Re: 기대치 하회, 주가는 여전히 너무나 싸다



- 4 분기 지배순이익은 187% (YoY) 증가한 1,857 억원, 시장 기대치 하회
- 예실차 부진과 손실부담계약비용 발생이 이어지며 실적에 부정적 영향
- 실적과 배당의 기대치 하회는 아쉬우나 여전히 2010 년대 대비 배당수익률은 높은 수준이며 지분가치 부각 + 삼성전자 주주환원 기대감 유효. 최선호주 유지

#### >>> 4Q25 지배순이익 187% (YoY) 증가, 컨센서스는 하회

2025 년 4 분기 지배주주순이익은 187% (YoY) 증가한 1,857 억원으로 시장 기대치를 31% 하회했다. 낮았던 기저의 영향으로 전년동기대비 이익의 증가폭은 컸으나, 전분기에 이어 보험이익의 감소세가 지속되는 모습이었다. 연간 지배순이익은 전년동기대비 9% 증가한 2 조 3,028 억원을 기록했다.

#### >>> 보험이익 부진 vs. 투자이익 견조

삼성생명의 보험손익은 전년동기에 이어 적자를 기록했다. CSM 상각익은 19% (YoY) 증가했으나, CSM 조정과 상각률 하락으로 전분기대비로는 감소했다. 예실차는 전년동기대비 개선되었으나(4Q24 -2,891 억원 vs. 4Q25 -1461 억원), 적자 기초가 이어졌다. 신계약 CSM 은 2% (YoY) 감소한 7,617 억원이었는데, 건강 상품 판매 중심 전략이 지속되고 있다. 연결 투자손익은 전년 해지계약 회계처리 방법 변경으로 일회성 보험금융수익을 인식했던 높은 기저로 58% (YoY) 감소했으나, 견조한 수준으로 판단한다. CSM 잔액은 전분기말대비 5.9% 감소한 13 조 2,178 억원을 기록했는데, 가정 변경 및 교육세 인상 등으로 약 1.4 조원의 조정이 반영되었기 때문이다. CSM 잔액은 전년말대비로는 2.4% 증가했다. 연말 기준 예상 K-ICS/기본자본비율은 전분기말대비 5%p/9%p 상승한 198%/157%이다.

#### >>> 기대치를 하회한 실적/배당은 아쉽지만 기대할 건 많다

투자의견 BUY 를 유지하고, 목표주가는 220,000 원에서 300,000 원으로 약 36% 상향조정한다. FY25 DPS 는 5,300 원으로 추정치(5,500 원) 대비 하회한 점은 아쉬우나, 보유 주식의 가치 상승 및 자본 급증과 더불어 삼성전자의 주주환원 기대감 등을 감안하면 여전히 현재 주가는 매력도가 높다.

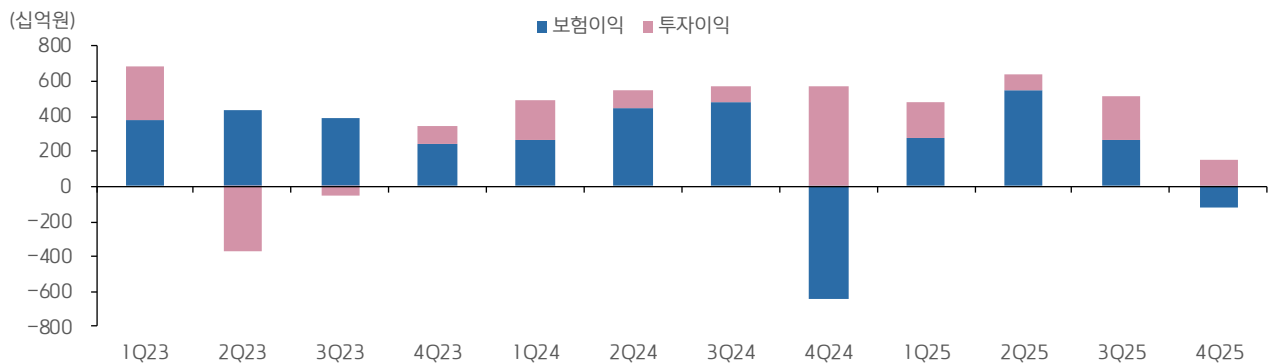
2025 년말 자본은 보유 주식의 가치 상승 등에 힘입어 전년말대비 98% 증가한 64.8 조원을 기록했다. 계약자지분조정 회계처리 변경에 따른 자본 증가분을 제외하더라도 59% 증가한 것이다. 올해 삼성전자의 주가는 58% 상승함에 따라 1 분기에만 30 조원 이상의 추가적인 자본 증가가 있을 것으로 추정된다. 자본 증가를 전부 주주의 효용의 증가로 보기는 어렵겠지만, 이를 감안한 목표 P/B 는 0.6 배 수준이다. 삼성전자 3 개년 주주환원정책에 따른 기대감도 여전히 유효하다(1/23 보고서 참고). 업종 내 최선호주로 유지한다.

삼성생명 분기실적 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P
보험이익	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	261.6	(118.2)	536.6	981.0
(YoY)	-30%	2%	23%	적전	4%	25%	-45%	적지	-63%	83%
일반/VFA	268.2	443.6	475.2	(645.1)	277.9	553.5	261.6	(118.2)	542.0	974.7
CSM 상각	350.9	357.3	360.6	300.8	361.1	382.6	378.4	357.6	1,369.5	1,479.6
RA 해제	80.4	79.7	82.1	79.7	85.2	83.8	89.3	87.2	321.8	345.6
예실차	(13.7)	59.6	35.2	(289.1)	(6.4)	45.9	(54.4)	(146.1)	(207.9)	(160.9)
보험금예실차	(41.8)	43.5	4.9	(81.0)	(46.2)	(15.3)	(99.2)	(73.1)	(74.4)	(233.8)
사업비예실차	28.1	16.2	30.3	(208.1)	39.9	61.2	44.8	(73.0)	(133.6)	72.9
기타	(149.3)	(53.0)	(2.7)	(736.4)	(162.0)	41.1	(151.7)	(416.9)	(941.5)	(689.5)
투자이익	221.3	110.1	100.0	569.6	199.1	90.0	255.6	147.0	1,000.9	691.7
(YoY)	-26%	흑전	흑전	485%	-10%	-18%	156%	-74%	흑전	-31%
보험금융손익	(1,923.4)	(1,980.5)	(1,441.2)	(863.3)	(1,915.0)	(2,962.2)	(2,626.0)	(3,042.8)	(6,208.4)	(10,546)
투자서비스손익	2,144.6	2,090.6	1,541.2	1,432.9	2,114.1	3,052.2	2,881.6	3,189.9	7,209.4	11,237.8
영업이익	489.5	553.7	575.2	(75.5)	476.9	643.5	517.2	28.8	1,542.9	1,666.5
(YoY)	-28%	697%	73%	적전	-3%	16%	-10%	흑전	8%	8%
영업외손익	271.7	15.9	3.3	(12.6)	331.5	10.6	5.9	(7.4)	278.4	340.5
세전이익	761.3	569.6	578.5	(88.1)	808.5	654.0	523.1	21.4	1,821.3	2,007.0
법인세비용	109.9	131.0	117.7	(24.2)	104.7	157.3	113.7	(68.4)	334.4	307.2
당기순이익	651.3	438.6	460.8	(63.9)	703.7	496.8	409.4	89.9	1,486.9	1,699.8
(YoY)	-18%	595%	72%	적전	8%	13%	-11%	흑전	8%	14%
연결당기순이익	663.3	788.8	713.8	94.3	677.5	793.6	760.9	219.5	2,260.3	2,451.5
지배주주순이익	622.1	746.4	673.6	64.7	635.3	758.9	723.0	185.7	2,106.8	2,302.8
(YoY)	-12%	179%	42%	-85%	2%	2%	7%	187%	11%	9%

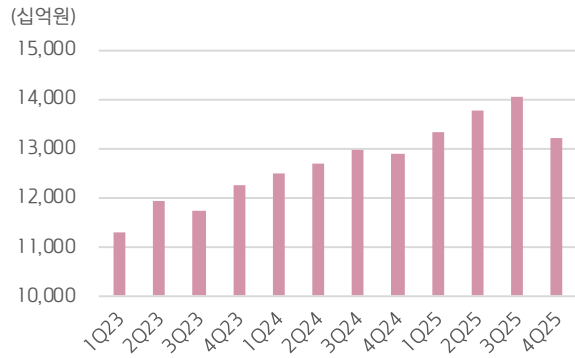
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

삼성생명의 보험이익과 투자이익 추이



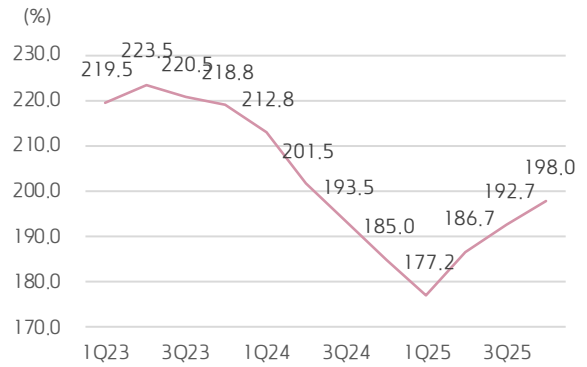
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터.

### CSM 기말 잔액 추이



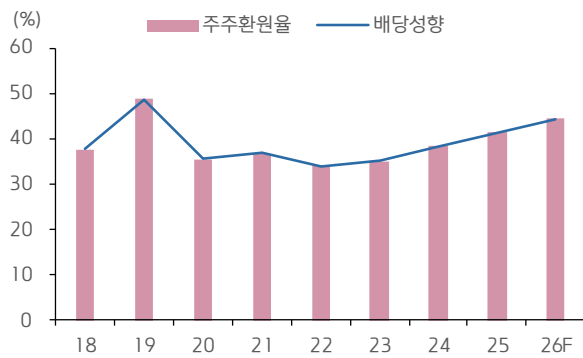
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

### K-ICS 비율 추이



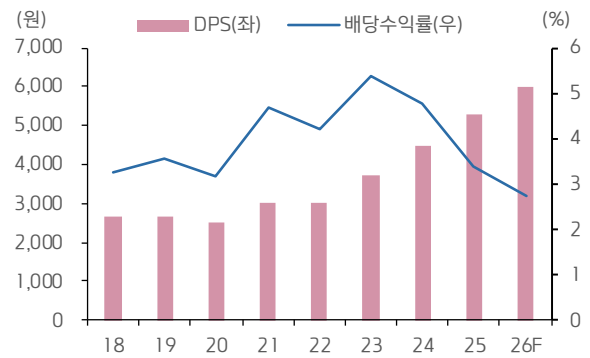
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

### 주주환원율과 배당성향



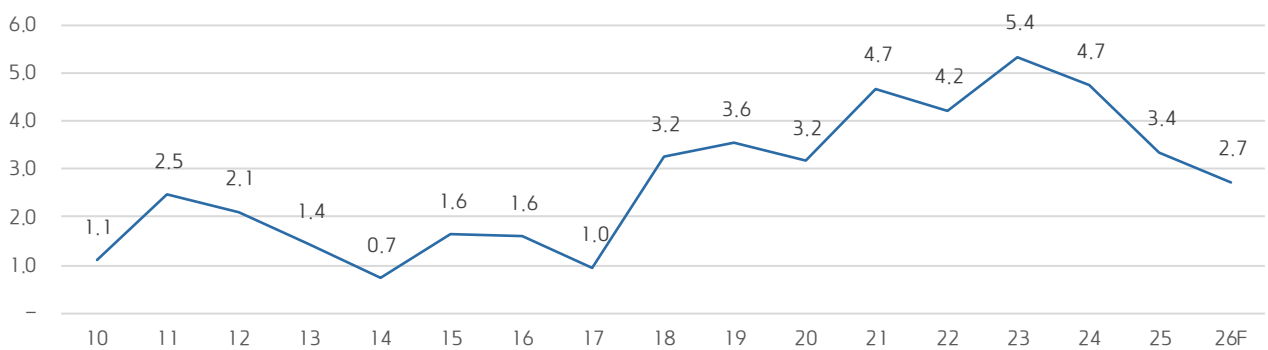
자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

### 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
<b>보험이익</b>		1,448.2	536.6	981.0	1,067.4
일반/VFA		1,448.5	542.0	974.7	1,060.8
CSM 상각		1,367.7	1,369.5	1,479.6	1,373.1
RA 해제		467.5	321.8	345.6	360.5
예실차		(158.2)	(207.9)	(160.9)	(144.2)
보험금예실차		51.1	(74.4)	(233.8)	(204.3)
사업비예실차		(209.4)	(133.6)	72.9	60.1
기타		(228.4)	(941.5)	(689.5)	(528.7)
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
<b>투자이익</b>		(23.7)	1,000.9	691.7	878.0
보험금융손익		(9,189.0)	(6,208.4)	(10,546)	(12,975)
투자서비스손익		9,165.3	7,209.4	11,237.8	13,853.9
<b>영업이익</b>		1,424.8	1,542.9	1,666.5	1,945.4
영업외손익		256.3	278.4	340.5	346.4
<b>세전이익</b>		1,681.2	1,821.3	2,007.0	2,291.8
법인세비용		298.3	334.4	307.2	573.0
<b>당기순이익</b>		1,382.9	1,486.9	1,699.8	1,718.9
<b>연결당기순이익</b>		2,033.7	2,260.3	2,451.5	2,874.3
<b>지배주주순이익</b>		1,895.3	2,106.8	2,302.8	2,431.8
<b>CSM Movement</b>					
기시		10,749	12,247	12,902	13,218
신계약		856	780	762	708
이자부리		105	125	131	128
상각		381	301	358	348
조정		41	666	1,364	462
기말		12,247	12,902	13,218	13,709
CSM 증감 (YoY, %)		14	5	2	4
순증액		1,499	655	316	491
<b>K-ICS 비율</b>		218.8	185.0	198.0	276.1
지급여력금액		53,373	45,418	63,022	75,915
지급여력기준금액		24,390	25,188	26,456	27,497

투자지표 (I)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>운용자산 비중 (%)</b>					
FVPL		14.3	14.9	14.9	14.6
FVOCI		54.0	53.4	57.5	58.0
AC		0.0	0.0	0.0	0.0
대출채권		25.2	25.4	22.1	22.1
부동산		2.1	2.2	1.7	1.7
<b>주요비율 (% 배)</b>					
ROA		0.6	0.7	0.7	0.7
ROE		4.4	5.5	4.7	3.7
P/E		7.3	9.0	13.7	18.0
P/B		0.31	0.58	0.49	0.64

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>		314,696	312,219	350,686	384,886
운용자산		310,586	307,236	345,253	378,924
FVPL		44,552	45,753	51,529	55,431
FVOCI		167,665	164,154	198,656	219,779
AC		39	61	141	155
대출채권		78,220	78,118	76,408	83,859
부동산		6,549	6,612	6,009	6,595
비운용자산		4,110	4,983	5,433	5,963
<b>부채총계</b>		270,378	279,481	285,850	284,887
책임준비금		190,261	203,097	202,007	202,342
보험계약부채		190,261	203,097	202,007	202,342
잔여보장요소		185,824	198,197	196,813	197,278
최선추정		170,586	182,157	180,204	180,178
위험조정		2,846	2,959	3,156	3,156
보험계약마진		12,393	13,081	13,453	13,944
보험료배분접근법		0	0	0	0
발생사고요소		4,437	4,901	5,194	5,064
최선추정		4,321	4,790	5,082	5,041
위험조정		27	21	23	23
재보험계약부채		521	592	574	914
투자계약부채		29,308	30,298	29,166	29,385
기타부채		80,117	76,383	83,843	82,545
<b>자본총계</b>		44,319	32,738	64,835	99,999
자본금		100	100	100	100
자본잉여금		125	125	125	125
신종자본증권		0	0	0	0
이익잉여금		17,978	19,420	21,085	24,105
해약환급금준비금		0	0	832	4,245
자본조정		(2,117)	(2,117)	(2,117)	(2,117)
기타포괄손익누계액		26,333	13,205	43,531	75,714
비지배지분		1,900	2,005	2,111	2,072

투자지표 (II)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주주환원지표</b>					
DPS (원)		3,700	4,500	5,300	6,000
증가율(YoY, %)		23	22	18	13
배당성향 (%)		35.1	38.4	41.3	44.3
배당수익률 (%)		5.4	4.7	3.4	2.7
현금배당액 (십억원)		664.4	808.1	951.7	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	41.3	44.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 20일 현재 '삼성생명(032830)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

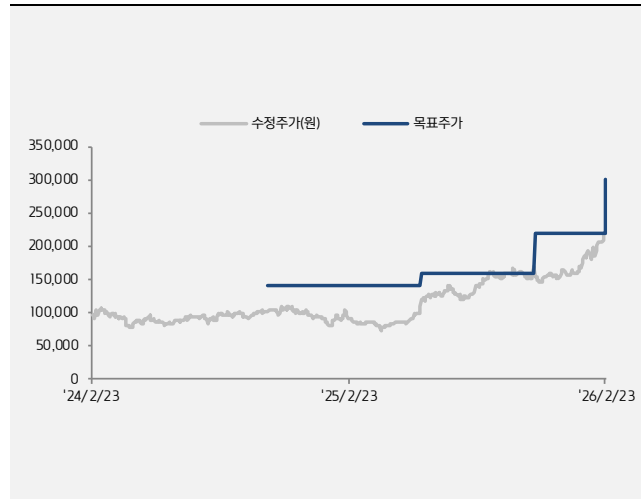
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-25.05	-6.82
	2026-02-23	Buy(Maintain)	300,000 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%