

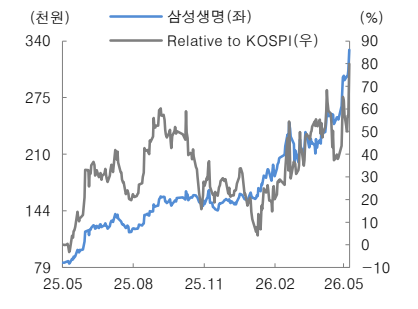
삼성생명 (032830)

박혜진 권용수RA
 hyejin.park@daishin.com yongsukwon@daishin.com

투자 의견 **Marketperform**
 시장수익률, 유지
 6개월 목표주가 **278,000** 상향
 현재주가 **330,000**
 (26.05.14) 보험업종

KOSPI	7,981.41
시가총액	66,000십억원
시가총액비중	1.21%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	330,000원 / 83,500원
120일 평균거래대금	771억원
외국인지분율	23.39%
주요주주	삼성물산 외 7 인 43.56% 신세계 외 1인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.1	60.6	114.8	282.4
상대수익률	0.3	10.8	8.0	26.5



전자 주가에 가려진 훌륭한 펀더멘탈

- 1분기 투자이익 호조로 컨센서스 대폭 상회하는 서프라이즈 달성
- 효율인상에도 신계약 약진, 건강보험 뿐만 아니라 종신까지 호조
- 전자 평가익 증가에 따라 목표주가 상향, 전자 주가에 달린 방향성

목표주가 278,000원으로 상향하나 투자 의견 Marketperform 유지

삼성전자 주가 상승에 따른 평가이익 증가로 지배주주 자본이 81.2조원으로 12월말 대비 무려 29.5% 증가. 동시에 동사의 시가총액도 60조원을 넘어선 상황. 동사가 보유한 전자지분 가운데 주주에 대한 몫(30%)이 시총에 꾸준히 반영되고 있음. 결국 동사 주가의 향방은 전자 주가에 달린 셈. 따라서 반도체 사이클이 지속되는 한 동사의 주가 역시 꾸준히 상승할 전망

업계에서 가장 훌륭한 펀더멘탈을 보유하고 있음에도 폭증한 자본에 대한 활용 계획을 알 수 없고, ROE는 낮아지는 아이러니한 상황이 발생하고 있어 BPS 증가에 따라 목표주가를 기계적으로 조정할 수 밖에 없음. 따라서 우리는 동사의 목표주가를 기 220,000원에서 278,000원으로 26.4% 상향 조정하나 투자 의견은 시장수익률 유지. '27년 1분기 전자 특별배당으로 추가 유입될 배당금이 4조원에 육박할 것으로 우리는 추정하는데, 3년에 걸쳐 나누어 배당할 경우 연간 DPS를 2,800원가량 상승시킴. 그러나 이마저도 주가에 이미 프라이싱 되어있어 결국 동사 주가는 전술한대로 전자 주가 향방에 달려 있음

1Q26 연결기준 순이익 1.2조원(QoQ +548%, YoY +89.5%) 기록

1분기 순이익은 당사 추정 및 컨센서스를 크게 상회하는 어닝서프라이즈 달성. 즉시연금 관련 소송에서 동사가 승소하며 총당부채로 잡혀있던 금액 4,257억원이 투자손익으로 반영되었으며 삼성증권/카드 등 자회사 실적개선에 따른 배당금 수익도 증가하여 전체 투자손익이 1.27조원(QoQ +312%, YoY +126%)으로 크게 증가한 영향. 관련하여 전자 특별배당금은 975억원 추가 반영됨

손해보험사와는 달리 신계약 약진 중. 건강보장뿐만 아니라 사망보장 CSM도 크게 증가. 1월 효율인상에도 건강보험 신계약 성장 순조로웠으며 사망보장은 금리 상승에 따른 종신보험 마진 개선에 기인. 사망보장 CSM 배수는 당분기 8.83배(QoQ +2.6배, YoY +3.8배)까지 상승, 전체 신계약 CSM은 8,490억원(QoQ +11.4%, YoY +29%)으로 크게 개선. 보험서비스손익은 2,565억원(QoQ 흑전, YoY -7.7%)으로 다소 부진하였는데, 사업비 예산차에서 인센티브 관련 일회성 퇴직금 부채 526억원 반영으로 전체 예산차 적자 811억원 반영된 원인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	542	975	1,100	1,288	1,352
투자손익	3,265	3,011	3,906	3,596	3,748
순이익	2,107	2,303	2,814	2,540	2,604
YoY	11.2%	9.3%	22.2%	-9.7%	2.5%
기말 CSM	13,081	13,453	13,602	13,948	14,236
ROE	6.86	3.67	3.37	3.00	3.03
PBR	0.61	0.48	0.69	0.68	0.67
PER	8.83	13.10	20.49	22.69	22.13
DPS	4,500	5,300	6,000	6,600	7,260

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성생명 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
보험서비스손익	277.9	553.5	261.6	-118.2	256.5	흑전	-7.7%
CSM 손익	298.4	457.8	305.6	60.2	304.6	406.0%	2.1%
RA 환입	85.2	83.8	89.3	87.3	87.2	-0.1%	2.3%
예실차	-6.4	45.9	-54.4	-146.1	-81.1	적지	적지
기타	-99.3	-34.1	-78.9	-119.6	-54.2	적지	적지
투자손익	564.6	456.2	692.1	308.7	1,272.9	312.3%	125.5%
(연결적용)	598.6	811.8	1,122.8	477.8	1,404.9	194.0%	134.7%
일반보험 투자손익	191.2	122.3	292.0	212.1	839.6	295.9%	339.1%
변액보험 투자손익	10.0	-24.7	-26.3	-58.5	-85.2	적지	적전
퇴직보험 투자손익	-2.1	-7.6	-10.1	-6.6	19.7	흑전	흑전
연결/지분법 배당수익	331.5	10.6	5.9	-7.4	366.8	흑전	10.6%
연결효과	34.0	355.6	430.6	169.1	132.0	-21.9%	288.2%
세전이익	842.5	1,009.6	953.7	190.5	1,529.4	702.8%	81.5%
당기순이익	677.5	793.6	760.9	219.5	1,240.3	465.1%	83.1%
지배지분 순이익	635.3	758.9	723.0	185.7	1,203.6	548.1%	89.5%

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

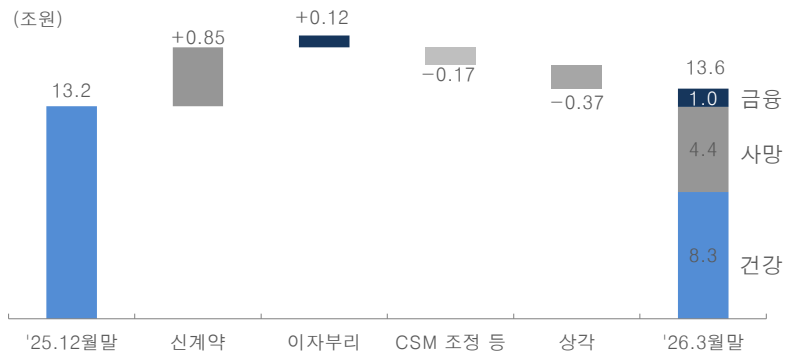
표 2. 삼성생명 CSM 관련

(단위:십억원, 배)

CSM 관련	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
신계약 CSM	658	769	871	762	849	11.4%	29.0%
- 사망 보장	154	103	237	182	258	41.7%	67.2%
(APE)	396	251	396	334	346	3.4%	-12.7%
- 건강 보장	488	653	611	550	560	1.8%	14.8%
(APE)	369	471	415	441	457	3.8%	24.1%
- 연금/저축	16	13	23	30	31	2.5%	96.5%
(APE)	107	109	192	137	140	1.8%	30.0%
이자부리	116	118	129	131	127	-3.2%	9.2%
가정변경 조정	-6	-67	-321	-1364	-179		
기말 CSM	-361	-383	-378	-358	-367		
CSM 배수율	13,309	13,746	14,047	13,218	13,647	3.2%	2.5%
건강보험	16.3	16.6	17.5	14.7	14.5	-0.2	-1.8
사망보장	5.06	4.94	7.05	6.25	8.83	2.6	3.8
연금/저축	3.02	2.98	2.68	3.37	2.57	-0.8	-0.4

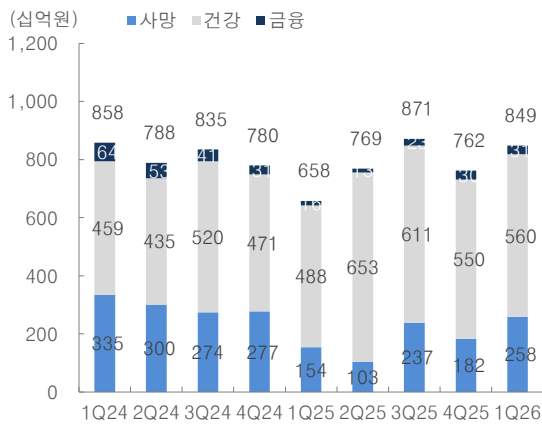
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성생명 CSM Movement



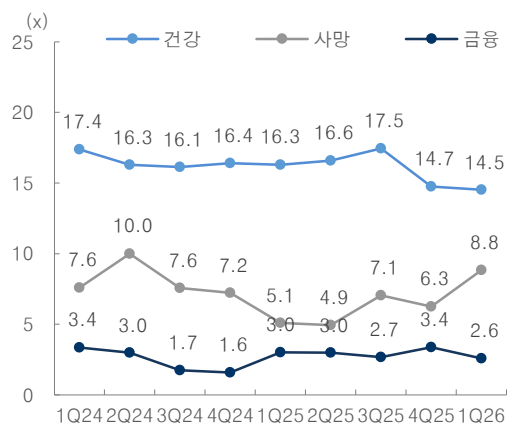
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



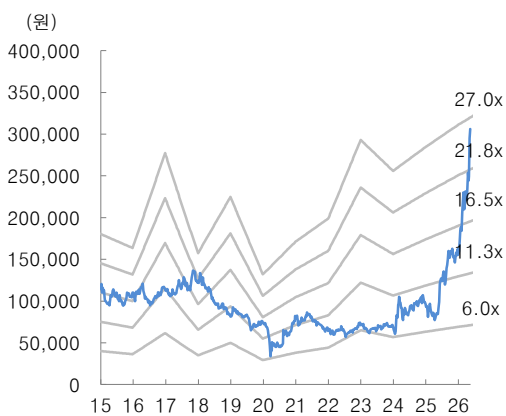
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 상품별 CSM 배수



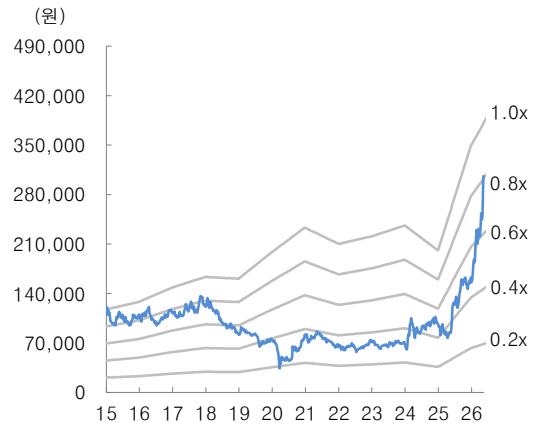
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						BS					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험서비스손익	542	975	1,100	1,288	1,352	일반계정 운용자산	213,790	247,285	271,842	281,420	291,382
CSM손익	849	1,122	1,417	1,529	1,593	현예금	1,629	1,690	1,792	1,865	1,941
RA환입	321	346	349	349	349	금융자산	199,651	232,551	257,533	266,989	276,825
예실차	-208	-161	-301	-245	-245	- FVPL	21,372	22,856	23,887	24,857	25,867
기타	-420	-332	-364	-345	-345	- FVOCI	145,684	181,713	206,294	214,670	223,387
투자손익	2,272	2,022	2,723	2,295	2,316	- FVAC	32,595	27,983	27,352	27,462	27,572
일반보험 투자손익	890	818	1,357	826	717	지분법적용 주식 등	8,595	9,671	9,204	9,240	9,277
자산손익	6,301	6,534	7,618	7,376	7,647	부동산 등	3,915	3,372	3,313	3,326	3,339
부담이자	-5,410	-5,716	-5,224	-5,069	-5,220	변액자산	25,795	28,962	29,930	29,942	29,954
변액보험 투자손익	190	-100	-160	-100	-100	퇴직자산	29,829	28,505	28,327	28,338	28,350
퇴직보험 투자손익	-79	-26	79	79	79	연결조정	42,806	45,934	48,285	48,285	48,285
연결/자분법 배당수익	279	341	415	389	389	자산 합	312,219	350,686	378,383	387,985	397,971
연결효과	993	989	1,183	1,301	1,431	보험부채	203,097	202,007	194,808	200,270	207,299
세전이익	2,814	2,996	3,823	3,583	3,668	BEI	186,948	185,286	177,856	182,973	189,714
법인세비용	553	545	863	896	917	CSM	13,081	13,453	13,602	13,948	14,236
당기순이익	2,260	2,452	2,961	2,687	2,751	RA	2,980	3,179	3,261	3,261	3,261
지배지분연결 당기순이익	2,107	2,303	2,814	2,540	2,604	기타	89	89	89	89	89
						투자계약부채	30,298	29,166	28,257	28,268	28,280
Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E	계약자지분조정	7,298	0	0	0	0
BPS	171,141	349,293	464,792	471,961	478,842	이연법인세부채	2,718	14,523	21,435	21,435	21,435
EPS	11,732	12,824	15,670	14,146	14,503	연결조정 등	36,068	40,154	45,032	45,032	45,032
ROE	6.86	3.67	3.37	3.00	3.03	부채 합	279,481	285,850	289,531	295,004	302,045
PBR	0.61	0.48	0.69	0.68	0.67	자본금	100	100	100	100	100
PER	8.83	13.10	20.49	22.69	22.13	자본잉여금	125	125	125	125	125
DPS	4,500	5,300	6,000	6,600	7,260	이익잉여금	19,420	21,085	22,750	24,105	25,405
현금배당	808.1	951.7	1,077.4	1,185.2	1,303.7	자분조정	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
배당성향	38.4	41.3	38.3	46.7	50.1	기타포괄손익 누계액	13,205	43,531	67,000	67,000	67,000
배당수익률	4.3	3.2	1.9	2.1	2.3	금융자산 평가손익	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
						전자주식	18,000	21,000	60,000	60,000	60,000
증가율	2024	2025	2026E	2027E	2028E	채권	-12,000	-3,000	-12,000	-12,000	-12,000
보험서비스손익	-62.6%	79.9%	12.9%	17.1%	5.0%	기타포괄 보험금융손익	7,205	37,531	13,000	13,000	13,000
CSM손익	-34.8%	32.2%	26.3%	7.9%	4.2%	비지배지분	2,005	2,111	2,075	2,075	2,075
순이익	11.2%	9.3%	22.2%	-9.7%	2.5%	자분 합	32,738	64,835	87,858	89,213	90,514
운용자산	-2.7%	15.7%	9.9%	3.5%	3.5%	지배주주 자기자본	30,733	62,724	83,465	84,752	85,988
CSM	5.6%	2.8%	1.1%	2.5%	2.1%						
자분총계	-26.2%	98.0%	35.5%	1.5%	1.5%						

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

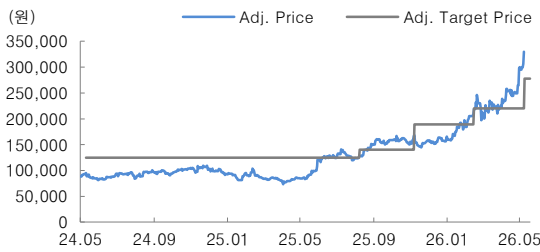
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.05.15	26.04.17	26.02.20	26.01.26	26.01.19	25.12.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	278,000	220,000	220,000	189,000	189,000	189,000
과리율(평균%)		9.38	2.81	(11.25)	(16.04)	(17.27)
과리율(최대/최소%)		(10.23)	17.27	15.87	(2.06)	(9.74)
제시일자	25.12.01	25.11.28	25.11.13	25.10.28	25.08.14	25.07.27
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	189,000	189,000	189,000	140,000	140,000	125,000
과리율(평균%)	(20.37)	(20.58)	(20.76)	9.49	8.89	2.74
과리율(최대/최소%)	(17.78)	(18.62)	(18.73)	(8.93)	19.29	(4.24)
제시일자	25.06.27	25.06.23	25.05.29	25.05.16	25.05.14	25.04.24
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	4.69	2.13	(4.51)	(28.28)	(28.51)	(28.44)
과리율(최대/최소%)	(0.88)	0.40	2.32	(12.80)	(12.80)	(12.80)
제시일자	25.03.18	25.02.20	25.02.16	25.01.16	25.01.10	24.12.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(28.00)	(25.34)	(23.55)	(23.87)	(21.33)	(20.69)
과리율(최대/최소%)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)	(12.80)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:26.05.12)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.0%	10.0%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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