



삼성생명 (032830)

총자산의 19%가 전자 지분

▶Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (유지)

목표주가(상향): 176,000원

현재 주가(1/12)	158,100원
상승여력	▲11.3%
시가총액	316,200억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	168,400 / 73,600원
90 일 일평균 거래대금	465.74억원
외국인 지분율	23.2%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	43.6%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

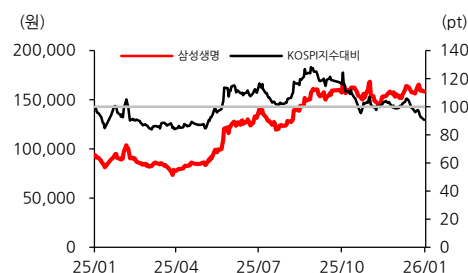
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.7	-1.2	20.1	68.4
상대수익률(KOSPI)	-9.3	-29.3	-25.5	-15.5

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	542	1,062	1,253	1,445
투자손익	1,264	1,044	881	798
영업이익	1,806	2,106	2,134	2,243
당기순이익	2,107	2,410	2,363	2,499
CSM (*)	12,139	12,904	14,305	15,787
수정 EPS	11,732	13,421	13,161	13,917
수정 BPS	194,950	298,843	337,160	347,754
수정 PER	8.1	11.7	12.0	11.4
수정 PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
수정 ROE	5.1	5.4	4.1	4.1
배당수익률	4.7	3.7	3.7	4.1

*보유수 순부채 기준

주가 추이



4Q25 지배 순이익 2,929억원(+353% YoY) 추정

삼성생명의 4Q25 연결 지배 순이익은 2,929억원(+353% YoY)으로 컨센서스를 6% 상회하는 양호한 수준으로 예상됨

vs. 4Q24(YoY): 전년 동기 중 유배당 연금계약의 손실 전환에 의한 손실계약부담비용, 발생사고부채 증가, 인건비 일시 반영, 해지가정 가이드 반영에 따른 보험-투자간 계정 변경 등으로 보험에서 6,000억원대의 손실, 투자에서 3,000억원대의 환입이 있었음. 해당 기저효과로 보험손익은 크게 개선, 투자손익은 크게 감소한 것으로 나타남

vs. 3Q25(QoQ): 전분기 부동산 매각이익이 2,360억원 발생했던 기저효과로 투자손익 감소, 당분기에도 유배당 연금계약의 미래 손실 확대로 손실계약부담비용이 반영되면서 보험손익도 감소할 전망

예실차는 일당 손해액 증가에도 불구하고 영업일수 감소를 감안해 전분기와 유사한 수준으로 추정. 다만 유배당 연금의 손실계약부담비용을 3,200억원 가정하면서 보험손익 적자가 예상됨. 투자손익은 양호한 시장 환경을 고려해 평분기보다 양호한 별도 손익과 연결 손익을 가정. 신계약 CSM은 평분기의 물량과 전분기의 마진배수를 가정해 8,400억원으로 추정. 이때 CSM잔액은 연말 가정 악화와 교육세 영향으로 기중 조정이 -1조원 수준 발생하면서 3% QoQ 감소할 것으로 예상됨

총자산의 19%가 전자 지분

삼성생명은 당사 커버리지사 중 유일하게 배당기준일을 전년 말로 설정. 삼성전자 주식소각에 따른 처분익(AOCI)을 배당성향(41.3%)만큼 포함시킬 경우, 2025년 DPS는 5,800원, 배당수익률은 3.7%로 기대됨. 전자가 지난해 매입한 2차, 3차 자사주를 현 주가에서 소각한다면, 배당성향에 비례할 때 삼성생명의 DPS는 1,070원 상승하는 것으로 추정됨. 한편 직전 목표주가 산정시점과 비교해 사업가치는 유사하나 보유 지분가치가 37%(5.3조원) 상승한 점을 감안해 목표주가를 이전 대비 19% 상향 조정함. 다만 상승여력을 고려하면 보유 지분가치의 상승이 현 주가에 일부 반영된 것으로 판단돼 투자자의견은 Hold를 유지. 삼성생명의 별도 총자산에서 전자 지분의 비중은 2024년 말 10%에서 2025년 말 19%까지 확대된 것으로 추정. 전자로부터의 수취 배당 등이 동사의 ROA에 미치는 영향이 커진 점은 이익 추정의 변수가 될 수 있음

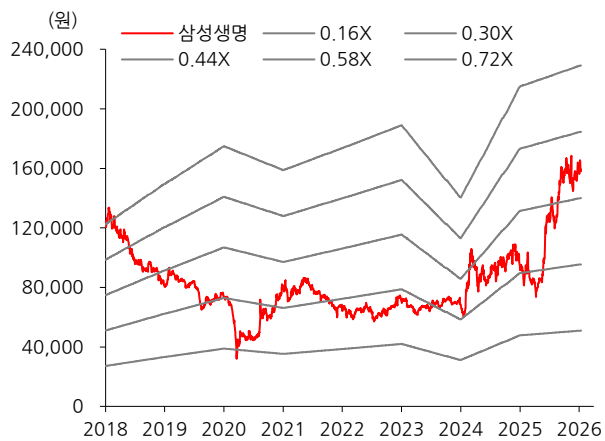
[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향(book, 배당수익 등) 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	12.5	
무위험수익률	2.55	
Risk Premium	10.7	Bloomberg Rm
Beta (β)	0.9	Bloomberg β
Average ROE	10.5	향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	
이론적 PBR	0.85	
할증률 (할인률)	-30.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.59	
수정 BPS	129,358	12개월 forward 수정 BPS
보험 사업가치 (십억원)	15,316	목표 PBR*수정 BPS*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	19,883	세후 주주 가치 및 예상 배당수익에 55% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	35,199	사업가치+지분가치
목표주가	176,000	
조정률	18.9	
현 주가	158,100	1/12 기준 종가
상승여력	11.3	

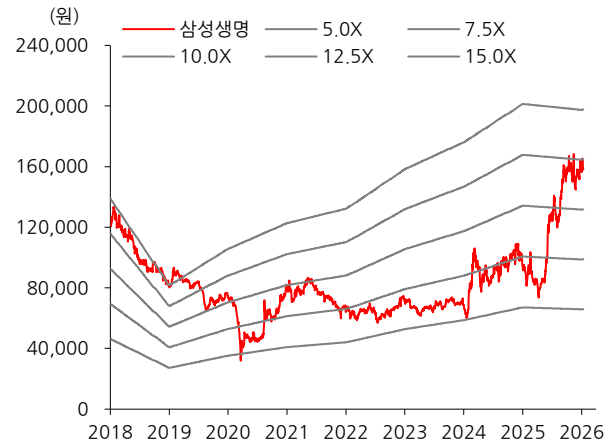
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성생명의 4Q25 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	4Q25E	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	-30.8	-645.1	적지	261.6	적전	n/a	n/a
투자손익	116.4	550.7	-78.9	250.5	-53.5	n/a	n/a
영업이익	85.6	-94.4	흑전	512.1	-83.3	199.4	-57.0
지배주주 순이익*	292.9	64.7	352.7	723.0	-59.5	275.8	6.2

주: 별도 기준, *지배주주 순이익은 연결로 산출

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

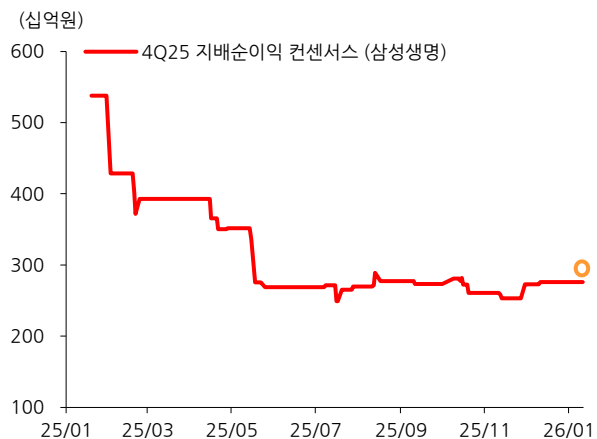
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	268	444	475	-645	278	553	262	-31	적전	적지
일반/VFA 모형	280	457	491	-625	300	583	296	9	-97.1	흑전
예실차	-116	45	11	-463	-89	35	-112	-120	적지	적지
RA 변동	77	77	80	77	82	81	87	83	-5.6	6.9
CSM 상각	339	346	347	285	344	367	363	366	0.9	28.6
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-34	-12	44	-517	-63	75	-73	-320	적지	적지
기타	13	0	9	-7	26	24	30	0	n/a	n/a
기타사업비	12	13	16	20	22	29	34	39	15.7	100.0
투자손익	487	108	119	551	534	142	251	116	-53.5	-78.9
일반계정	436	95	97	542	523	133	298	116	-60.9	-78.5
투자서비스손익	1,899	1,560	1,514	1,607	1,958	1,555	1,728	1,554	-10.1	-3.3
보험금융손익	-1,463	-1,465	-1,416	-1,066	-1,435	-1,422	-1,430	-1,437	적지	적지
특별계정	51	14	21	9	12	9	-47	0	n/a	n/a
영업이익	755	552	594	-94	812	696	512	86	-83.3	흑전
영업외이익	7	18	-15	6	-4	-42	11	0	n/a	n/a
세전이익	761	570	579	-88	808	654	523	86	-83.6	흑전
지배주주 순이익*	622	746	674	65	635	759	723	293	-59.5	352.7
CSM (보유 순부채)	11,970	12,165	12,320	12,139	12,494	13,004	13,304	12,904	-3.0	6.3

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 4Q25E 기준, *지배주주 순이익은 연결로 산출

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

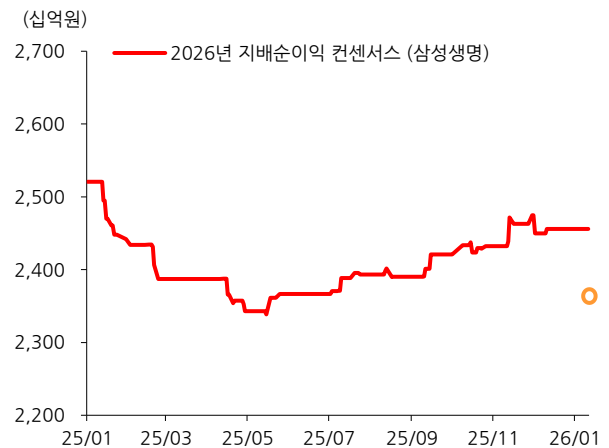
[그림3] 삼성생명의 4Q25 지배주주 순이익 컨센서스



주: 황색 원은 당사 추정치

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

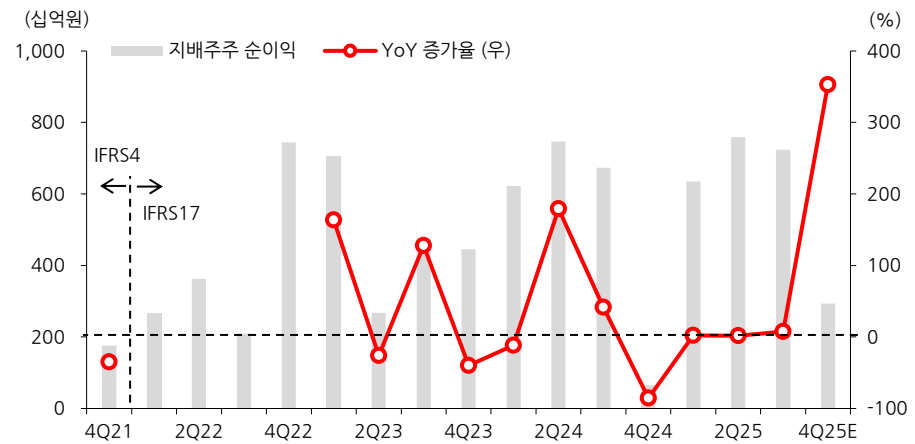
[그림4] 삼성생명의 2026년 지배주주 순이익 컨센서스



주: 황색 원은 당사 추정치

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

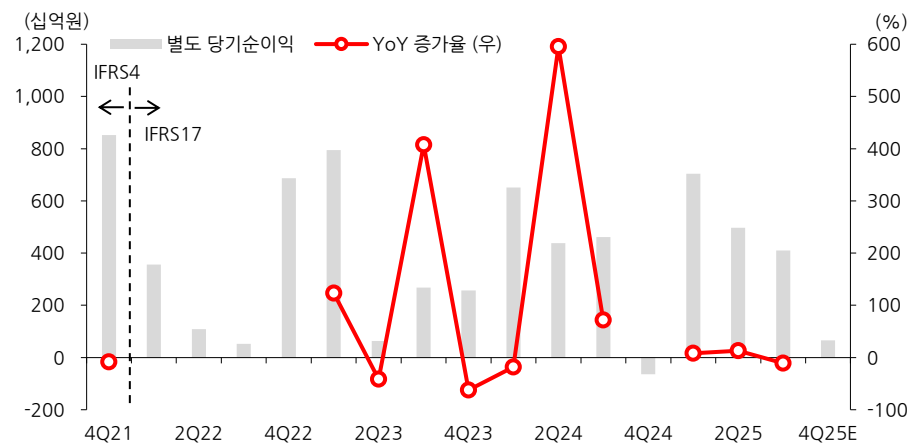
[그림5] 삼성생명의 분기별 연결 지배주주 순이익 및 증가율



주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

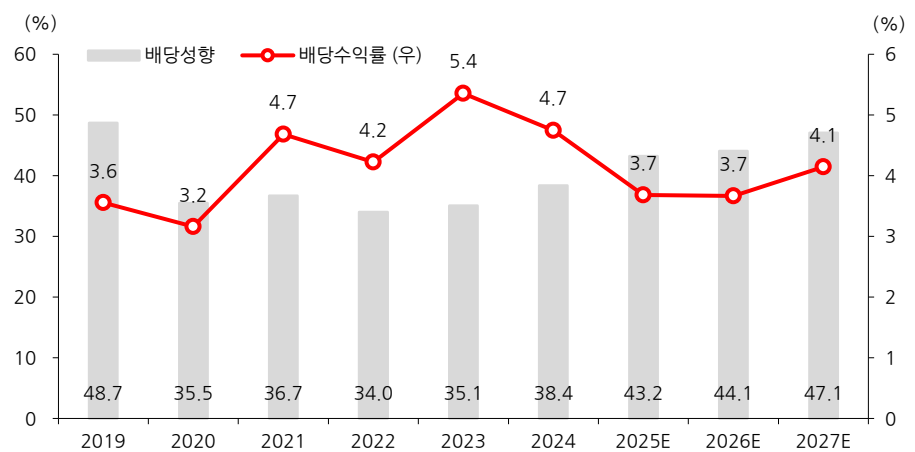
[그림6] 삼성생명의 분기별 별도 당기순이익 및 증가율



주: 2021년까지는 IFRS4, 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
운용자산	243,299	280,622	294,208	298,349
현금및예치금	2,355	2,003	1,952	1,958
유가증권	194,683	236,040	249,436	252,509
FVPL	11,225	11,824	11,992	12,154
FVOCI	161,934	201,346	214,574	217,486
AC	0	0	0	0
대출채권	42,347	38,801	38,957	39,971
부동산	3,915	3,777	3,864	3,911
비운용자산	6,026	3,951	3,926	4,483
특별계정자산	25,996	28,259	29,406	30,600
자산총계	275,321	312,832	327,541	333,432
책임준비금	207,603	205,873	208,872	212,820
BEL	161,915	160,075	161,035	162,845
RA	2,893	2,991	3,031	3,079
CSM	12,407	13,253	14,655	16,139
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	30,388	29,555	30,150	30,758
기타부채	9,305	16,779	18,683	18,683
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,983	28,262	29,409	30,603
부채총계	250,224	269,110	278,018	283,160
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	14,001	15,039	15,697	16,446
해약환급금준비금	0	0	0	0
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	13,101	30,687	35,830	35,830
자본총계	25,097	43,722	49,523	50,271

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
자산총계	-1.5	13.6	4.7	1.8
운용자산	-1.5	15.3	4.8	1.4
부채총계	3.4	7.5	3.3	1.8
CSM	4.5	6.8	10.6	10.1
자본총계	-33.1	74.2	13.3	1.5
보험손익	-62.6	96.0	17.9	15.3
투자손익	469.5	-17.5	-15.5	-9.4
영업이익	8.1	16.6	1.4	5.1
순이익	11.2	14.4	-1.9	5.7

주: 지배주주 순이익 항목 외 IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025E	2026E	2027E
보험손익	542	1,062	1,253	1,445
일반 및 변동수수료모형	602	1,187	1,399	1,598
CSM 상각	1,317	1,439	1,466	1,581
RA 변동	312	333	328	326
예상과실계차이	-445	-286	-185	-169
손실계약	-519	-380	-210	-140
기타	-63	80	0	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	60	124	146	153
투자손익	1,264	1,044	881	798
보험금융손익	-6,157	-8,887	-5,768	-5,962
이자수익	5,904	5,740	5,830	5,922
배당수익	1,234	1,360	1,402	1,470
FVPL 평가손익	166	3,006	0	0
기타	117	-176	-582	-632
영업이익	1,806	2,106	2,134	2,243
영업외이익	15	-34	0	0
세전이익	1,821	2,071	2,134	2,243
법인세비용	334	395	434	453
당기순이익	1,487	1,676	1,700	1,790
(연결)지배주주 순이익	2,107	2,410	2,363	2,499

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025E	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,859	3,627	3,659	3,763
신계약 CSM	3,166	3,138	3,295	3,330
투자수익률	2.7	2.6	2.3	2.3
수정 Book Value	49,312	85,997	98,020	99,923
수익성				
수정 ROE	5.1	5.4	4.1	4.1
수정 ROA	0.8	0.8	0.7	0.8
주당 지표				
수정 EPS	11,732	13,421	13,161	13,917
수정 BPS	194,950	298,843	337,160	347,754
보통주 DPS	4,500	5,800	5,800	6,550
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	11.7	12.0	11.4
수정 PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	38.4	43.2	44.1	47.1
보통주 배당수익률	4.7	3.7	3.7	4.1

[Compliance Notice]

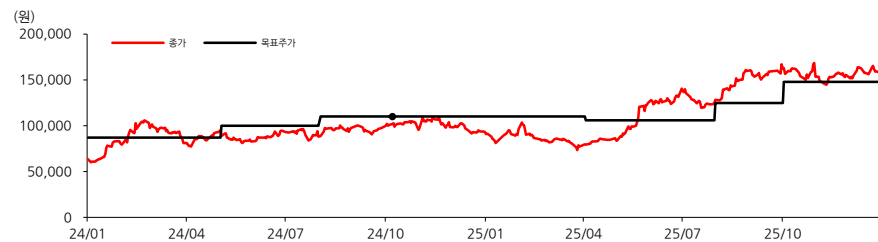
(공표일: 2026년 1월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.01.15	2024.02.21	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10
투자의견	투자등급변경	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		87,000	87,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.03.13	2025.04.17	2025.05.19	2025.08.14	2025.10.16	2026.01.13
투자의견	Hold	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	110,000	106,000	106,000	125,000	148,000	176,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.15	Buy	87,000	-1.20	21.84
2024.05.17	Hold	100,000	-11.22	-3.50
2024.08.16	Buy	110,000	-14.12	-0.91
2025.04.17	Buy	106,000	5.85	32.74
2025.08.14	Hold	125,000	19.85	2.00
2025.10.16	Hold	148,000	5.82	-2.16
2026.01.13	Hold	176,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%