



삼성생명 (032830)

지분 가치는 증가, 할인을 축소의 근거는 미약

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

Hold (유지)

목표주가(상향): 312,000원

현재 주가(5/14)	330,000원
상승여력	▼5.5%
시가총액	660,000억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	330,000 / 83,500원
90 일 일평균 거래대금	1,073.2억원
외국인 지분율	23.3%
주주 구성	
삼성물산 (외 8인)	43.6%
자사주 (외 1인)	10.2%
신세계 (외 2인)	8.1%

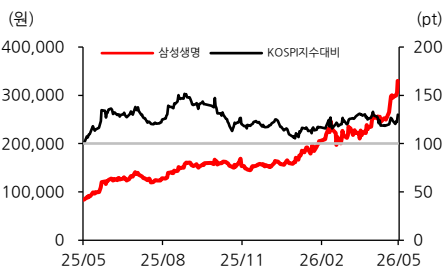
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.1	60.6	114.8	282.4
상대수익률(KOSPI)	0.4	15.7	15.9	80.1

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	542	975	1,135	1,416
투자손익	1,264	1,049	1,084	1,142
영업이익	1,806	2,024	2,220	2,558
지배순이익	2,107	2,303	2,968	2,648
CSM (*)	12,139	12,513	13,642	14,719
수정 EPS	11,732	12,824	16,528	14,748
수정 BPS	194,950	292,919	558,307	553,238
수정 PER	8.1	12.3	19.9	22.3
수정 PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
수정 ROE	5.1	5.3	3.9	2.7
배당수익률	4.7	3.4	2.1	2.2

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 일회성 환입 제외 시 추정치에 부합하는 실적을 기록했습니다. 최근 전자 지분가치에 대한 할인이 축소된 것으로 보이나, 그 근거는 부족하다고 판단해 가치 증가분만을 반영하며 목표주가를 상향합니다.

1Q26 지배 순이익 1조 2,036억원(+89% YoY), 기대치 부합

삼성생명의 1Q26 연결 지배 순이익은 1조 2,036억원(+89% YoY)으로 시장 컨센서스를 60% 상회했으나 이는 반영시점이 불분명했던 일회성 거액 환입(영업외)이 당분기 발생한 영향으로, 영업이익은 당사 추정치와 동일. 또한 연결 대상 이익(수익증권 추정)이 호조를 나타냄. 1Q26 보험손익은 2,565억원(-8% YoY)으로 감소하며 추정을 하회. 일시적 인건비가 500억원대 인식되며 사업비 예산차가 악화된 것이 원인. 1Q26 투자손익은 6,890억원(+29% YoY), 일반계정 기준 7,807억원(+49% YoY)으로 증가하며 추정을 상회. 본질 성과인 이자+배당수익은 예상과 같았으나 보험금융비용이 축소되며 스프레드가 개선되었고, 금리 평가손을 500억원 예상했으나 평가이익이 220억원 발생함. 신계약 CSM은 보장성 APE가 4% QoQ 증가하고 마진배수가 1개월 개선되면서 11% QoQ 증가. 이에 따라 CSM 잔액은 3% QoQ 증가함

지분 가치는 증가, 할인을 축소의 근거는 미약

삼성생명의 잠정 K-ICS비율은 7개 분기 만에 200%를 상회. 금리 상승과 지분 평가익 증가로 AOCI가 13조원 증가한 영향. 한편 최근 동사의 주가를 견인한 것은 보유한 삼성전자의 지분가치가 증가한 것이 주 원인. 삼성생명의 시가총액에서 전자 지분가치(당사 목표주가 산출식에 기반하여 세후 주주가치에 할인을 55% 적용)를 제거하면, 역사 사업가치는 직전 실적발표부터 4월 중순까지의 20조원 내외에서 현재는 30조원을 상회(그림1). 이는 사업가치의 갑작스러운 증대보다는 지분가치의 할인이 축소되었다고 보는 게 타당할 것. 그러나 전자로부터의 비경상이익(지분 매각익, 특별배당 가능성 등)을 동사 주주에게 다른 이익과 동등한 원칙으로 배분한 전례가 없고, 그러할 계획을 명시한 바도 없어 할인을 축소할 근거는 없는 것으로 판단. 따라서 목표주가 산정 요소를 유지하며, 투자손익 상향에 따른 이익 추정치 조정(사업가치 +1.7조원)과 전자 지분가치의 증대(지분가치 +10.8조원)를 반영해 목표주가를 312,000원으로 상향. 상승여력이 제한적이므로 투자 의견 Hold를 유지함

[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)-(h) → 보유 삼성전자 지분 영향 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	10.3	
무위험수익률	3.06	최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균
Risk Premium	7.1	최근 3년간 시장 fwd PER 역수의 일평균
Beta (β)	1.0	회사별 1년 기준 beta
Average ROE	14.1	회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	
이론적 PBR	1.37	
할증률 (할인률)	-30.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.96	
수정 BPS	114,863	회사별 12개월 forward 수정 BPS
보험 사업가치 (십억원)	22,058	목표 PBR*수정 BPS*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	40,329	세후 주주 가치에 55% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	62,387	사업가치+지분가치
목표주가	312,000	
조정률	24.8	
현 주가	330,000	
상승여력	-5.5	

자료: 한화투자증권 리서치센터

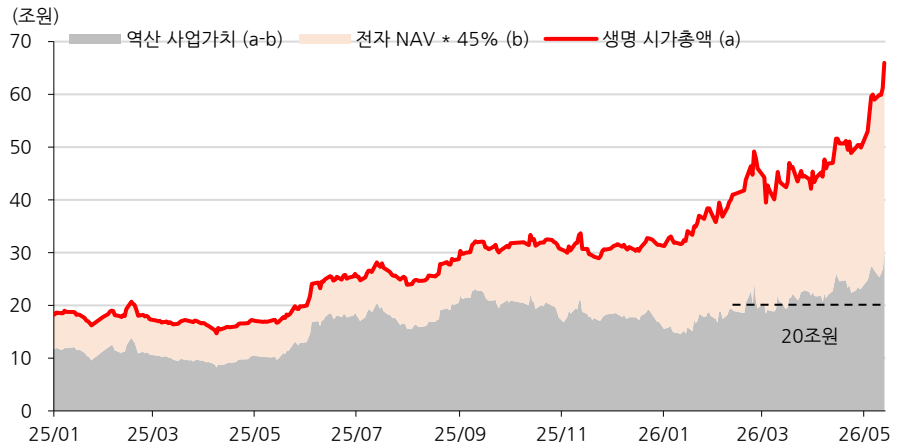
[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배주주 순이익	2,968	2,648	2,726	2,556	8.9	3.6
수정 EPS	16,528	14,748	15,178	14,234	8.9	3.6
수정 BPS	558,307	553,238	429,371	423,852	30.0	30.5
수정 ROE	3.9	2.7	4.2	3.3	-0.3	-0.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성생명의 시가총액을 전자 지분가치와 사업가치(역산)로 구분



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 1Q26 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	1Q26P	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	1Q26E	차이	컨센서스	차이
보험손익	256.5	277.9	-7.7	-118.2	흑전	300.1	-14.5	n/a	n/a
투자손익	689.0	534.4	28.9	122.2	464.1	645.9	6.7	n/a	n/a
영업이익	945.5	812.3	16.4	3.9	23,980.2	945.9	-0.0	803.5	17.7
당기순이익	1,142.1	703.7	62.3	89.9	1,170.9	770.6	48.2	779.3	46.6
(연결)지배주주 순이익	1,203.6	635.3	89.5	185.7	548.1	751.8	60.1	754.5	59.5

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

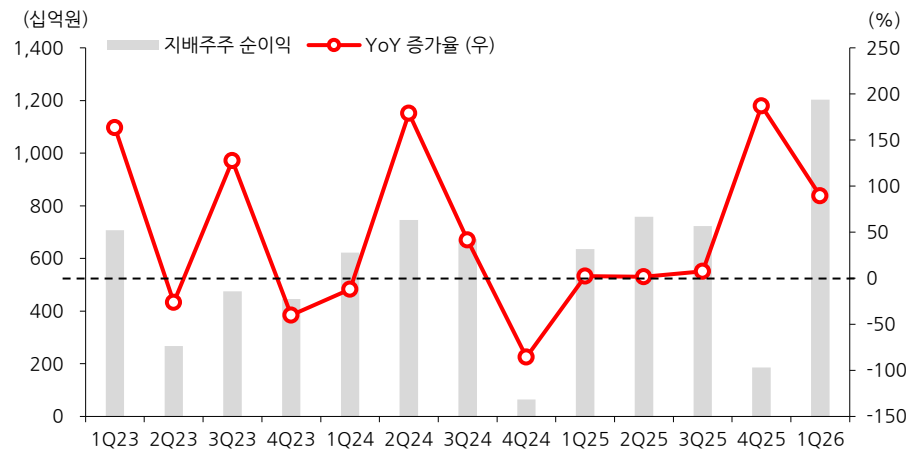
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	278	553	262	-118	256	흑전	-7.7
일반/VFA 모형	300	583	296	-66	276	흑전	-7.9
예실차	-92	32	-115	-209	-134	적지	적지
보험금*	-109	-10	-135	-142	-75	적지	적지
사업비	16	42	20	-68	-59	적지	적전
RA 변동	82	81	87	85	85	-0.6	3.1
CSM 상각	344	367	363	342	351	2.6	2.1
손실계약관련	-63	75	-73	-297	-63	적지	적지
기타	29	27	33	13	37	187.0	27.5
기타사업비	22	29	34	53	19	-63.0	-10.7
투자손익	534	142	251	122	689	464.1	28.9
일반계정	523	133	298	205	781	281.4	49.4
특별계정	12	9	-47	-83	-92	적지	적전
보험금융손익	-1,898	-2,945	-2,606	-3,026	-2,886	적지	적지
일반계정	-1,435	-1,422	-1,430	-1,429	-1,419	적지	적지
특별계정	-462	-1,524	-1,176	-1,596	-1,467	적지	적지
투자서비스손익	2,432	3,088	2,857	3,148	3,575	13.6	47.0
일반계정	1,958	1,555	1,728	1,634	2,200	34.6	12.3
특별계정	474	1,533	1,129	1,514	1,376	-9.1	190.1
영업이익	812	696	512	4	945	23,980.2	16.4
영업외이익	-4	-42	11	18	452	2,481.4	흑전
세전이익	808	654	523	21	1,397	6,420.1	72.8
당기순이익	704	497	409	90	1,142	1,170.9	62.3
(연결)지배주주 순이익	635	759	723	186	1,204	548.1	89.5
AUM	247,993	247,654	262,019	275,326	292,733	6.3	18.0
투자서비스손익(일반계)	1,958	1,555	1,728	1,634	2,625	60.7	34.1
Yield	3.2	2.5	2.7	2.4	3.7	1.3	0.5
CSM (보유 순부채)	12,494	13,004	13,304	12,513	12,947	3.5	3.6
CSM 상각	344	367	363	342	351	2.6	2.1
단순상각률	11.0	11.3	10.9	10.9	10.8	-0.1	-0.2
신계약 CSM (원수)	658	769	871	762	849	11.4	29.0
전체 APE	872	831	1,002	912	943	3.3	8.1
단순마진 (개월)	9.1	11.1	10.4	10.0	10.8	0.8	1.7

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

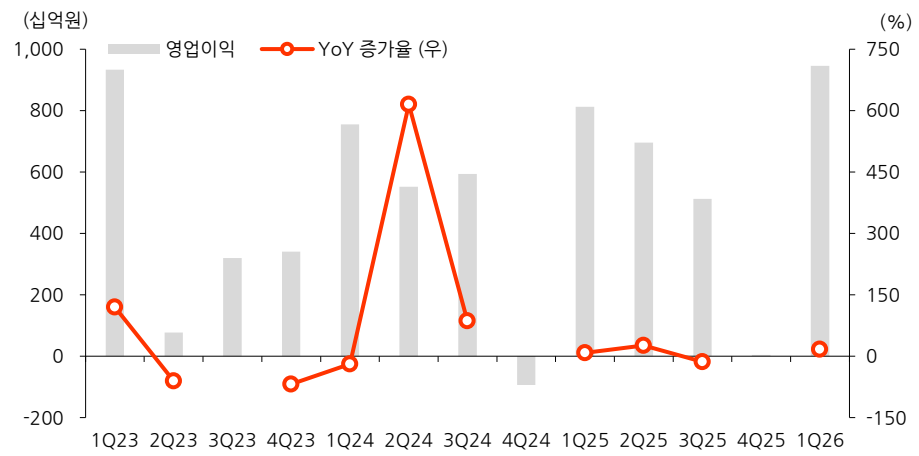
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



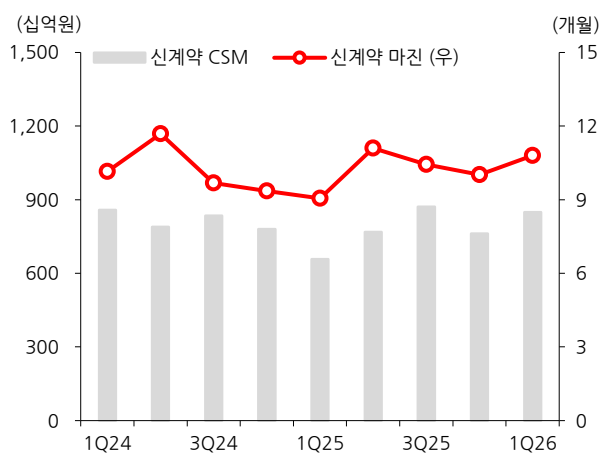
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 분기별 별도 영업이익 및 증가율



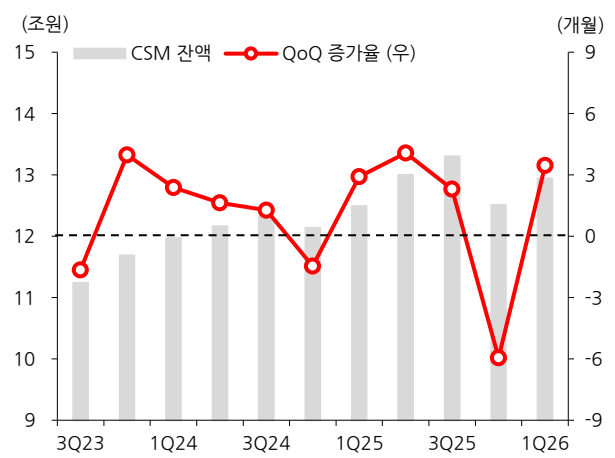
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 신계약 CSM 및 마진배수



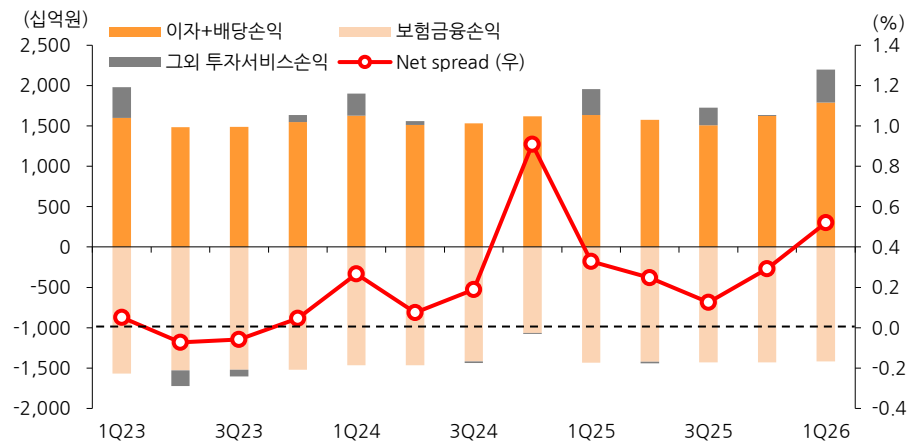
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 삼성생명의 CSM 잔액 및 증가율



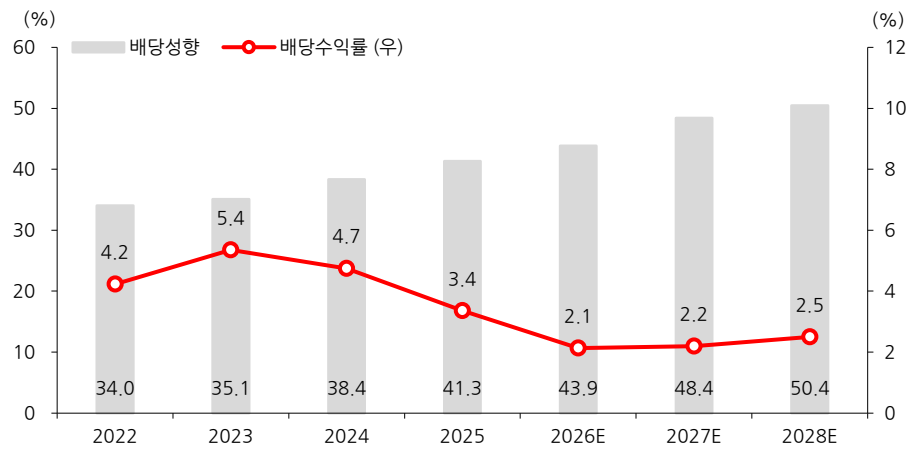
주: 보유 순부채 기준
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 삼성생명의 투자손익과 이차 스프레드



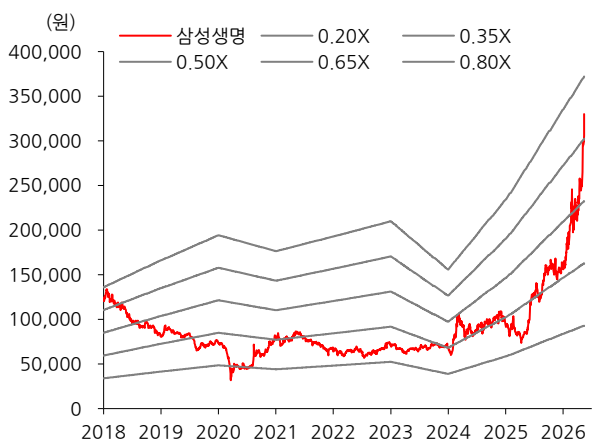
주: Net spread는 이차+배당손익과 보험금융손익의 합계를 운용자산 평균으로 나누어 산출
 자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



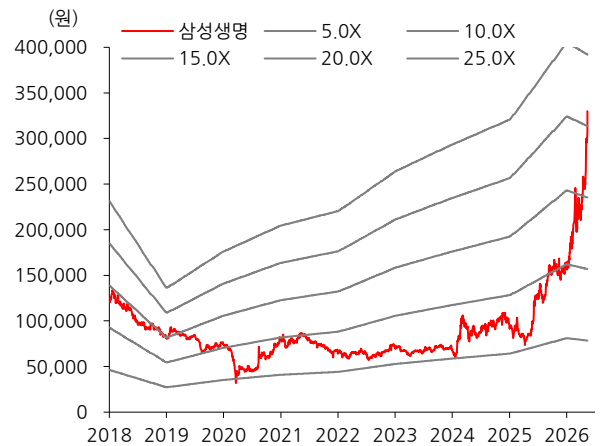
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	243,299	275,326	356,335	358,478
현금및예치금	2,355	2,452	1,942	1,953
유가증권	194,683	231,603	313,569	315,408
FVPL	11,225	10,728	12,937	13,184
FVOCI	161,934	196,889	276,297	277,889
AC	0	0	0	0
대출채권	42,347	37,898	37,446	37,655
부동산	3,915	3,372	3,379	3,462
비운용자산	6,026	5,368	10,501	9,906
특별계정자산	25,996	29,255	31,185	32,451
자산총계	275,321	309,948	398,021	400,835
책임준비금	207,603	201,634	191,848	192,665
BEL	161,915	156,544	146,220	145,367
RA	2,893	3,084	3,192	3,212
CSM	12,407	12,870	13,995	15,071
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	30,388	29,136	28,441	29,014
기타부채	9,305	17,855	38,842	38,842
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,983	29,241	31,165	32,430
부채총계	250,224	266,360	304,938	307,020
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	14,001	15,063	17,093	17,825
해약환급금준비금	0	832	4,110	7,388
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	13,101	30,530	77,994	77,994
자본총계	25,097	43,588	93,083	93,815

성장률

(% YoY)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	-1.5	12.6	28.4	0.7
운용자산	-1.5	13.2	29.4	0.6
부채총계	3.4	6.4	14.5	0.7
CSM	4.5	3.7	8.7	7.7
자본총계	-33.1	73.7	113.6	0.8
보험손익	-62.6	79.8	16.5	24.7
투자손익	469.5	-17.0	3.3	5.3
영업이익	8.1	12.0	9.7	15.3
순이익	11.2	9.3	28.9	-10.8

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	542	975	1,135	1,416
일반 및 변동수수료모형	602	1,112	1,277	1,565
CSM 상각	1,317	1,416	1,481	1,596
RA 변동	312	336	341	345
예상과실계차이	-538	-384	-305	-206
손실계약	-519	-358	-278	-170
기타	31	102	37	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	60	138	141	148
투자손익	1,264	1,049	1,084	1,142
보험금융손익	-6,157	-10,475	-7,155	-5,805
이자수익	5,904	5,742	5,760	5,841
배당수익	1,234	1,340	1,521	1,506
FVPL 평가손익	166	4,288	1,385	60
기타	117	154	-426	-460
영업이익	1,806	2,024	2,220	2,558
영업외이익	15	-17	452	0
세전이익	1,821	2,007	2,672	2,558
법인세비용	334	307	570	569
당기순이익	1,487	1,700	2,101	1,989
(연결)지배주주 순이익	2,107	2,303	2,968	2,648

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,859	3,617	3,641	3,682
신계약 CSM	3,166	3,059	3,286	3,168
투자수익률	2.7	2.7	2.2	1.9
수정 Book Value	49,312	84,933	179,510	178,600
수익성				
수정 ROE	5.1	5.3	3.9	2.7
수정 ROA	0.8	0.8	0.8	0.7
주당 지표				
수정 EPS	11,732	12,824	16,528	14,748
수정 BPS	194,950	292,919	558,307	553,238
보통주 DPS	4,500	5,300	7,000	7,200
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	12.3	19.9	22.3
수정 PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
배당성향	38.4	41.3	42.4	48.8
보통주 배당수익률	4.7	3.4	2.1	2.2

[Compliance Notice]

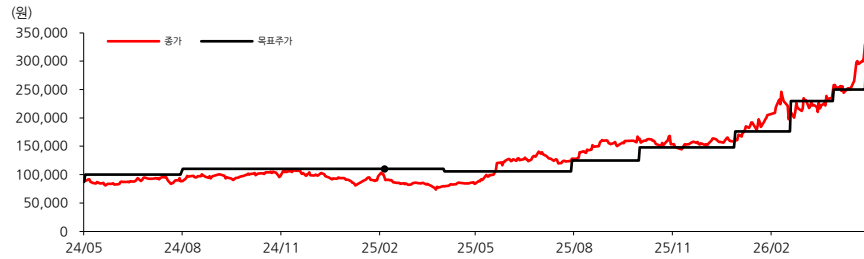
(공표일: 2026년 5월 15일)

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 종목의 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	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16	2024.10.08
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격		100,000	100,000	100,000	110,000	110,000
일 시	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	106,000
일 시	2025.05.19	2025.08.14	2025.10.16	2026.01.13	2026.02.23	2026.03.06
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	106,000	125,000	148,000	176,000	176,000	230,000
일 시	2026.04.15	2026.05.15				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	250,000	312,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	20.11	2.00
2025.10.16	Hold	148,000	5.76	-2.16
2026.01.13	Hold	176,000	11.09	39.77
2026.03.06	Hold	230,000	-2.98	6.96
2026.04.15	Hold	250,000	8.46	32.00
2026.05.15	Hold	312,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%