

삼성생명 (032830)

입금은 확정인데 출금은 아직 미확정

2026년 8월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	450,000 원 (유지)
✓ 상승여력	54.4%	✓ 현재주가 (8월 13일)	291,500 원

신한생각 대규모 전자 특별배당 유입, 관건은 자본 활용 계획

반도체 랠리 속에서는 반드시 가져가야 할 종목. 당분간 전자 지분가치와 주주환원 확대가 주가 드라이버로 작용할 전망. 내년부터 유입될 대규모 전자 특별배당의 실제 활용(배당 및 재투자) 계획과 이에 따른 자본 효율화 확인 시 구조적인 재평가 가능할 전망

2Q26P 지배주주 순이익 6,899억원(-9.1% YoY), 기대치 하회

[보험영업] 신계약 APE 8,465억원(+1.9%), CSM 전환배수 12.3x(+1.2x), 신계약 CSM 8,689억원(+13.1%). 계리가정 선진화 반영으로 CSM 조정 -5,403억원 발생, 기말 CSM 13.7조원. 4분기 간편 담보 가정 변경이 예정되어있으나 관련 영향은 2분기 대비 축소될 전망

예실차 -688억원(적전), 기타 -1,125억원(적전) 기록. 상반기 삼성전자 TAR 소송 관련 퇴직충당금 526억원과 인건비 증가 300억원 등 일회성 비용 830억원 사업비 예실차 반영, 보험금 예실차는 의료 이용량 증가로 손실 폭 확대

[투자영업] 투자손익 3,512억원(-1.0%). 배당수익 증가와 삼성증권·삼성자산운용 등 자회사 이익 호조로 연결 지분법 손익이 확대됐으나, 일반계정에서 발생한 변액 최저보증 옵션 헤지 손실 850억원이 이를 상쇄

[자본정책] 6월 말 K-ICS 208%, 기본자본 K-ICS 177%. 밸류업 공시는 내년 주총 이전 발표 예정이며 시기 단축 노력 중

Valuation & Risk: 2027F ROE 5.7%, PBR 0.4x

고유 펀더멘털보다 전자 주가에 연동되는 주가 흐름과 배당 이연 개연성 존재. 투자의견 '매수', 목표주가 450,000원 유지

12월 결산	보험손익 (십억원)	투자손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배주주순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2024	536.6	1,963.1	2,499.8	2,106.8	2.2	5.4	0.5	4.7
2025	981.0	1,599.4	2,580.5	2,302.8	3.4	4.7	0.5	3.4
2026F	851.0	2,209.4	3,060.4	2,985.9	4.9	2.9	0.4	2.4
2027F	794.5	9,693.7	10,488.2	8,476.4	1.7	5.7	0.4	5.8
2028F	799.3	10,190.3	10,989.6	9,074.5	1.6	5.9	0.4	6.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[생명보험]

임희연 연구위원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

이지연 연구원

✉ jiyeon2@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

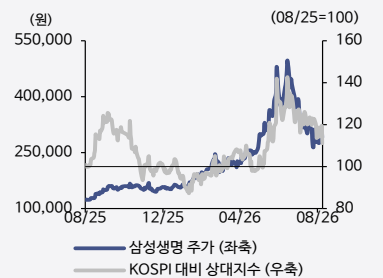
시가총액	58,300.0 십억원
발행주식수(유동비율)	200.0 백만주 (45.7%)
52주 최고가/최저가	497,000 원/125,300 원
일평균 거래액 (60일)	185,469.4 백만원
외국인 지분율	23.4%

주요주주 (%)

삼성물산 외 7인	43.6
신세계 외 1인	8.1

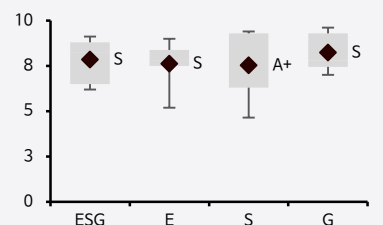
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(10.6)	(4.7)	132.6	86.5
상대	(10.7)	9.7	10.1	18.0

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



2Q26 컨퍼런스콜 요약

상반기 실적 Key Highlights

2026년 상반기 지배주주 연결 순이익은 약 1조 8,935억원(+35.8%, 이하 YoY)으로 증가하며 견조한 이익을 이어가고 있음

보험손익

보험손익은 안정적인 CSM 상각익을 확보하는 가운데 예실차 손실이 확대되며 전년동기대비 35.9% 감소하였음

감소 원인을 간략히 설명드리면 먼저 사업비 예실차는 상반기 중 삼성전자 특허 소송 결과를 반영한 일시적인 퇴직충당금 증가를 비롯한 인건비 상승 영향으로 약 830억원의 일회성 비용이 반영되었고, 보험금 예실차는 의료 서비스 이용 증가에 따라 전년동기대비 손실 규모가 다소 확대된 흐름을 보였음

상반기 일회성 요인 등으로 인해 연간 보험손익을 전년 대비 순증시키기 쉽지 않은 상황이나, 최적의 상품 포트폴리오와 전속 및 비전속 채널의 영업 경쟁력 강화를 통해서 연간 3조원 이상의 신계약 CSM을 꾸준히 확보하고 손해율 및 사업비를 개선 등 보험 효율 관리 강화를 병행하여 보험손익을 다시 성장세로 턴어라운드시킬 수 있도록 최선을 다하겠습니다

특히 당사는 상품 구조 개선 및 언더라이팅 기준 정교화 등을 통해 초년도 손해를부터 철저히 관리하는 체계를 마련하였으며 연초 대비 초년도 손해율이 개선되고 있는 상황. 이러한 노력이 향후 전체 손해를 개선으로 이어질 수 있도록 관리를 더욱 강화해 나가겠습니다

투자손익

투자손익은 배당수익 증가 및 삼성증권, 삼성자산운용 등 자회사의 이익 호조에 따른 연결 지분법 손익 확대로 전년동기대비 큰 폭으로 증가했음. 특히 아직 이익의 규모는 작지만 당사의 태국과 중국 사업의 이익 증가 속도도 최근 가속화되는 모습을 보여주고 있음

다만 금리와 주가 등 금융시장 변동성이 확대되면서 투자손익 내 변액 헤지 손실이 다소 증가하였음. 당사는 변액 최저보증 옵션과 관련한 자본 및 손익 변동성을 효과적으로 관리하기 위해 헤지를 시행하고 있음. 향후 올해와 같은 극심한 시장 변동성이 발생하더라도 최선의 방어 효과를 낼 수 있도록 시장 상황별 대응 전략을 정교화하기 위한 내부 TF를 운영하여 개선 방안을 마련하고 손익 안정성을 더욱 제고하겠습니다

CSM

신계약 CSM은 상반기에 1조 7,175억원(+20%)을 달성하며 금년 목표 수준인 3.2조원대 달성이 순조롭게 진행되고 있음. 당사는 수익성과 시장 상황을 고려하여 고수익 건강보험과 삼성생명의 강점인 종신보험 간 유연한 포트폴리오 전략을 구사하며 안정적 신계약 CSM 확보를 지속해 나갈 계획

한편 보유 CSM에서 당사는 금융당국의 가이드라인에 따라 이번 2분기에 신규 담보에 대한 보수적 손해를 적용, 산출 단위 세분화, 사업비율의 물가상승률 및 원가 동인 변경 등 주요 가정 변경을 반영하였으며, 이에 따라 일회성 CSM 조정이 발생하였음. 4분기에도 추가 가정 변경 적용이 예정되어 있으나 대부분 가이드라인이 6월 말 기준으로 이미 반영된 만큼 추가적인 영향은 제한적일 것으로 전망. 이를 바탕으로 보유 CSM은 지속적인 순증 기조를 이어가겠음

규제 변화

보험업계에는 GA 수수료 1,200% 룰 적용과 판매 수수료 총량 한도 규제 등 제도 강화로 인해 외형 성장보다는 수익성과 지속 가능성이 더욱 중요해진 환경이 되고 있음. 이러한 규제 변화가 중장기적으로는 판매 채널의 질적 성장을 촉진하고 사업비 집행 구조의 합리화를 통해 건전한 변화를 이끌 것으로 예상하고 있음. 이에 따라 전속 채널의 경쟁력을 더욱 제고하고 GA채널의 질적 성장을 통해 효율 중심의 영업 전략을 더욱 강화해 나갈 계획

채널 경쟁력 강화

당사 전속 채널은 연초 대비 설계사 수가 약 2,100명 순증하며 꾸준한 성장세를 이어가고 있음. 전속 설계사는 체계적인 교육 과정을 통해 양성되고 있으며, 업계 최고 수준의 정착률을 바탕으로 신계약 성과를 견인하고 있음. 또한 AI 기반의 보험 판매 툴 제공, 상품 교육 등 설계사 영업 프로세스 전반에 걸친 전방위적인 지원을 통해 당사 설계사의 경쟁력을 차별화해 나갈 계획. 전속 채널 확대에 의한 사업비 증가 등은 효율적으로 관리하고 있으며 향후 철저히 관리하겠음

GA채널은 고수익 종신 및 순수 건강 중심의 포트폴리오를 강화하고 AI를 활용한 영업 지원 시스템 고도화 및 대형 GA와의 파트너십을 지속 추진하고 있음. 특히 1,200% 룰 도입 이후 시장 건전성이 제고된 환경에서 AI 툴을 통한 판매 인프라 강화 등 지원을 확대함으로써 볼륨 증대를 통해 시장 지배력을 높일 것

자본 건전성

당사의 6월 말 K-ICS 비율은 208%, 기본자본 K-ICS 비율은 177%로 안정적이고 높은 수준을 유지하고 있음. 앞으로도 당사는 양질의 신계약 CSM 확보 및 보험 효율 개선, 철저한 ALM 관리 노력을 통해 기본자본 비율 중심으로 업계 최고 수준의 자본 건전성을 견지해 나가겠음

해약환급금준비금

다음으로 해약환급금 준비금임. 2026년 2분기 해약환급금 준비금은 3.1조원으로 1분기 말 1.7조원 대비 1.4조원이 증가하였음. 이는 신계약 판매 영향으로 매 분기 정상적으로 약 0.5조원 수준의 해약환급금 준비금이 발생하고 있으며, 이에 더해 시장 변동성이 확대되며 변액 상품의 적립금과 부채 평가 차이로 인한 약 0.9조원이 추가로 발생하였음

다만 이번 해약환급금 준비금 증가는 시장 변동성 확대에 따른 일시적 영향이 상당 부분 반영된 결과로 향후 추가·금리 등 시장 여건이 안정화될 경우 해약환급금 준비금 증가 규모는 점차 완만해질 것으로 예상됨. 또한 당사는 충분한 배당 가능 이익을 보유하고 있어 해약환급금 준비금 증가가 주주환원 정책에 미치는 영향은 제한적이라는 점을 말씀드립니다

주주환원

당사는 경상이익 성장률 이상으로 주주배당을 상향한다는 원칙하에 예측 가능한 배당 정책을 유지해 나갈 계획. 장기적인 이익 변동성에 흔들리지 않는 일관된 주주환원 원칙을 지켜 나가는 동시에 이익의 질적 개선과 자본 효율성 제고를 병행함으로써 배당 성장주로서의 신뢰를 지속적으로 강화하겠습니다. 또한 주주환원 외에 신사업 확대 등 잉여 자본을 효과적으로 활용할 수 있도록 방안을 마련해서 추진하겠습니다

추가적으로 밸류업 발표 시기에 대한 투자자 여러분들의 관심이 높으실 것으로 알고 있음. 자사주 소각 계획 등을 반영하여 내년 주총 전에는 제도적으로 발표를 해야 하며 그 시기를 조금이라도 당길 수 있도록 최선을 다하겠습니다

끝으로 당사는 대내외 환경의 불확실성에도 불구하고 업계 최고 수준의 영업 경쟁력과 자산운용 역량, 견고한 자본을 바탕으로 지속 가능한 성장을 이어가겠습니다. 꾸준히 시장과 소통해 온 3.2조원 이상의 신계약 CSM 확보와 연간 두 자릿수 이상의 순이익 성장을 추진하여 이를 기반으로 한 주주환원 목표가 실현되도록 하반기 성과를 흔들림 없이 추진하겠습니다

Q&A

Q1) 한국의 60세 이상 베이비부머 세대가 가장 부유한 계층이라는 분석이 많음. 지난 10년 동안의 부동산 가치 상승과 지난 1년 정도의 코스피 강세를 고려할 때 부유층 은퇴자들의 자산이 많이 늘어났을 것으로 생각됨

대상 시장이 향후 10년간 얼마나 확대될 것으로 보는지 회사의 생각이 궁금함. 이 시장에서 미래 수익을 확보하기 위한 전략을 보유하고 있는지, 가능하다면 정량적 전망도 부탁

A) 말씀하신 것처럼 한국의 부는 대부분 60세 이상이 소유하고 있고, 현재 저희가 파악하기로는 MI(Market Intelligence) 기준 전체 부유층 고객 수는 한국 전체로 약 10억원 이상의 부유층이 약 47만명 정도 되고, 이 중에서 삼성생명에 보험을 가입하신 분은 약 5만명 정도로 추산하고 있음

물론 금융자산 기준임. 저희 삼성생명 같은 경우는 아시겠지만 보험회사 중에는 거의 유일하게 패밀리오피스라는 조직을 통해서 초고액 자산가에게 종신보험 외에 수익증권 그리고 다양한 신탁 컨설팅을 하고 있고, 또한 8개 권역의 FP센터를 통해서 동일한 서비스를 제공하고 있음

증권회사가 금융자산의 증식에 초점을 맞추고 있고 은행이 금융자산의 유지에 초점을 맞춘다면, 보험회사 특히 삼성생명은 금융자산의 이전에 초점을 맞추고 있음. 그래서 특히 종신보험을 통한 부의 이전에 초점을 더 맞추고 있음

특히 최근에는 삼성생명이 보유한 고객, 특히 종신보험이나 건강·정기보험을 보유한 고객의 사망보험금 총액이 약 60조원 정도 되는데, 이분들을 대상으로 사망보험금 청구권 신탁 가입을 활성화하고 있음. 사망보험금 청구권 신탁을 하시게 될 경우 안정적인 보험금을 수익자에게 지급이 가능해서 현재 삼성생명은 미래 신수증 사업 중의 하나로 신탁업을 확장하고 있음

현재 삼성생명의 사망보험금 청구권 신탁 AUM은 약 8,000억원이고 올해 안에 1조원을 돌파할 것이며, 국내 타 보험사는 2위사가 1,000억원 정도 수준으로 격차를 확대하고 있음. WM 관련해서는 삼성생명이 잘하고 있으며, 추후에 필요하시면 애널리스트 분들에게 더 많은 자료를 드리고 설명할 수 있는 기회를 만들도록 하겠음

부연 설명드리면, 부유층이 증가하고 있는 것에 대해서 명확하게 인식을 하고 있고 부유층 확보 및 관리하기 위해서 갖춘 인프라는 생각하기에는 업계 최고 수준임. 또한 강력한 전속 채널의 자산 컨설팅 능력을 저희가 향상시키는 데 주력하고 있고, 종신보험 이외에 이분들의 니즈가 있는 일시납 보험을 적극적으로 판매해서 이분들의 시장을 더욱더 확대해 나갈 계획이라는 점을 안내드립니다

Q2) 현재 한국 10년물 국채금리가 4% 이상으로 상승된 상황에서 일반적으로 금리 상승은 해지율 증가와 유동성 관리 부담을 초래하는 것으로 알고 있음. 현재 해지율 추세, 해지율 스트레스 시나리오에 대한 회사의 관점, 그리고 유동성 관리 계획은?

A) 말씀드린 바와 같이 금리 상승과 주가 급상승에 따라 저희 당사도 해지가 조금 늘어난 것은 사실임. 다만 상반기에 조금 많이 올랐던 것이 하반기에 주식시장에도 변동성이 크게 늘어나면서 그 해지가 조금 안정화되고 있는 상황

하지만 당사는 기본적으로 자산과 부채의 규모를 고려해서 거의 매일 그 수치차를 전망을 하고 각 위기 단계별 최소 유동성 자금 기준을 관리·운영을 하고 있음. 당사의 관리 기준상으로는 아직까지는 평시 기준이나 이미 약 2년 전부터 1단계 수준으로 유동성을 관리해 오고 있음

예전 외환위기 시에 해지가 급상승했던 그런 해지 증가분을 위기 상황 시나리오에 반영을 해서 그에 따른 유동성 위기를 저희가 갖고 있는 대책으로 커버 가능한지도 매 분기별 점검을 진행하고 있음

결론을 말씀드리면 지금까지는 큰 문제없다고 생각하고 있지만 시장 상황이 위낙 변동성이 커진 상황이기 때문에 이를 고려해서 보수적으로 관리하겠음

향후 주식시장 변동 등으로 인한 유동성을 저희가 적극적으로 관리하기 위해서 시장에 흐르고 있는 현금 자산을 저희가 적극적으로 확보하기 위해서 개인 및 법인 고객에 적합한 상품을 저희가 개발을 해서 7월부터 적극적으로 판매하고 있고 앞으로도 지속적으로 판매할 계획임

Q3) 변액 준비금 비중과 주식시장 변동성이 재무제표에 미치는 영향이 적지 않은 만큼 이런 재무 변동성을 완화하기 위한 회사의 전략을 좀 더 구체적으로 공유해 주시기 바랍니다

A) 올해 상반기에는 유독 극심한 시장 변동성이 발생하면서 해지 관련된 손익 변동성이 커졌음. 해지는 변액 보증 옵션에 대한 리스크를 해지하는 것으로, 만약 이를 안 했을 경우에 손익 변동성은 사실 1조원 이상 커졌을 수도 있음. 따라서 해당 리스크에 대해선 앞으로도 계속 해지를 진행해야 한다고 보고 있음

다만 재무 안전성에 부담이 되어서는 안 되기 때문에 현재 자체적으로 변액 해지 TF를 가동 중에 있고 정밀한 원인 분석 및 오차 최소화를 위해서 해지 수단 다변화도 병행하고 있음. 향후 상반기와 같은 시장 변동성 확대에도 대응해 나갈 수 있도록 더욱 정교화해 나가겠음

Q4) 변액 헤지 쪽에서의 손실이 좀 있었던 걸로 설명을 계속 주셨는데 그 규모가 어떻게 되는지? 제가 지금 별도 SAP(특별계정기준)으로 보고 있어서 보시는 숫자와 같지 않을 수도 있는데, 840억원 정도 적자가 나왔고 이쪽은 원래 보통 제로섬으로 보니 이 정도의 헤지 손실로 이해하면 될지 궁금한데, 일반계정 단에서 적자가 나온 게 저는 더 커 보임

변액보증 영향이 얼마인지 그리고 특별계정에만 소화가 된 게 맞는지, 그렇다면 일반계정 단에서 매핑이 좀 안 좋게 나온 원인을 저희가 따로 말라서 봐야 될지 아니면 정상적인 부분에서 에러가 난 게 있는지 설명 부탁

A) 저희 변액 보증 옵션은 일반계정에서 수수료를 받아서 그걸로 헤지하는 방식으로 운영됨. 따라서 현재 발생하고 있는 변액 헤지 관련 손실은 모두 다 일반계정에서 발생하고 있음

그리고 그 금액은 현재 총 850억원 정도로 보시면 됨

Q5) 배당 같은 경우는 앞서서도 CFO께서 여러 번 얘기를 주셨고 당장의 어떤 계획을 말씀 주실 거라고 기대되지는 않지만, 저희가 작년부터도 동일한 요구들을 사실 많이 했었고 준비해서 말씀 주시겠다고 했지만 준비할 시간은 사실 많았던 것 같음

내년 밸류업 정식 공시 때는 당연히 뭔가가 나올 거라고 생각되지만 그것보다도 이르게 할 수 있도록 노력하겠다고 말씀을 주셨기에, 저희가 올해 안에는 이런 특별이익에 대한 세어링을 감을 잡을 정도의 정책이 나올 거라고 봐도 될지 가능하시면 시기까지 말씀을 주셨으면 좋겠고, 어려우시다고 하면 올해 안에는 볼 수 있는지까지라도 말씀 부탁. 지금 저희는 BPS 상승을 기대하는 투자자는 아마 없을 것이고 특별이익에 대한 세어링이 어디까지 되느냐를 기대하는 것이기 때문에 투자자들이 감을 잡을 수 있게끔 설명을 구체화해 주시기 바람

A) 먼저 명확한 시점과 그 숫자를 말씀 못 드리는 점 사전에 양해 말씀드립니다

당사는 장기 주주환원을 50%를 목표로 견조한 이익 성장과 주당배당금의 지속적인 상향을 통해 주주환원의 예측 가능성을 지속적으로 제고해 나가겠습니다

당사는 지난 5년간 주당배당금을 연평균 16% 이상 성장시켜 왔고 앞으로도 최소 경상이익 성장률 이상으로 주당배당금을 확대한다고 말씀을 드렸고, 이를 통해서 안정적인 배당 성장주로서 자리매김할 수 있도록 최선을 다하겠습니다

다음으로 삼성전자 매각이익과 특별배당에 관해서 간략히 말씀드리면, 당사는 FY25 배당 결정 시에도 경상이익뿐만 아니라 지난해 2월에 발생한 삼성전자 매각이익도 배당 재원에 포함하여 결정하였고 앞으로도 이 계획에는 변화가 없음

다만 조금 전에 말씀하신 대로 관심도가 매우 높은 삼성전자의 특별배당 관련해서는 지금 시점을 저희가 정확하게 예측할 수도 없고 규모 또한 변동성이 크게 예측됨에 따라서 현재 시점에서 삼성전자 특별배당에 대해서 특정해서 말씀드리기는 매우 어려운 상황임

그러나 시장에서 예측하는 대로 삼성전자의 특별배당 발표 시점이 정해지고 규모가 정해지면 그런 것들을 포함해서 회사가 적정 K-ICS 비율 이상으로 유지할 경우에 주당배당금을 매년 꾸준히 늘려가는 것은 제가 미리 소통을 드린 바와 같이 지속적으로 추진해 나가겠음

Q6) 해약환급금 준비금 관련해서 여쭙보고자 함. 변액에 대해서는 아까 상세하게 말씀을 주셨는데, 보게 되면 우리가 80% 정도 적립한다고 보게 되면 오전에 실적을 발표한 손보사와 절대적인 규모는 상당히 유사한데 저희가 생각할 때 구조는 다르지 않을까 싶음

실제로 해약환급금 준비금에 알파1·알파2를 초과해서 집행하는 사업비가 상당히 큰 영향을 주고 있는데 상대적으로 우리 회사는 그쪽의 영향은 적지 않을까라고 추정이 됨. 그래서 회사 쪽에서 해약환급금 준비금이 정상적으로 분기 5,000억원 정도라고 되는 부분이 마이너스 부채라든가 기타 다른 요인, 그리고 사업비를 기초서류 이상으로 사용하는 것에서 발생하는 것들 이런 것들의 비중이 어느 정도 현재 차지하고 있다고 봐야 되는지?

A) 말씀하신 대로 해약환급금준비금은 원가 부채하고 시가 부채의 차이를 의미하는데, 상품을 발행하게 되면 시가 부채는 음수를 띠기 때문에 발생하는 구조임

그래서 말씀하신 대로 신계약비 집행 수준에 따라서 추가 수준이 결정이 되는데 당사의 경우에는 그 수준이 크지 않은 것으로 알고 있음. 다만 그 구체적인 수치는 IR팀 통해서 말씀을 드리도록 하겠음

참고로 지금 정상적으로 분기에 발생하는 수준은 말씀하신 대로 약 5,000억원 수준으로 이해하시면 되고, 현재 2분기 기준으로 3.1조원의 해약환급금 준비금을 적립하고 있는데 사실 변액 쪽을 제외한 일반 상품들의 해약환급금 준비금은 아직도 음수인 상황임

Q7) 1,200% 룰 관련해서 내년도에 어쨌든 총량 규제가 도입이 되고, 지금 정부 쪽에서는 이것과 관련해서 제재 수준도 어느 정도 입법화한다는 얘기도 나오고 있는 것 같음. 그래서 현재 수준에서 내년도 총량 규제가 도입된다고 봤을 때 어느 정도 신계약비 지출이 줄어들 가능성이 있다고 보시는지?

A) 저희가 예측하기로는 현재 신계약비 집행 대비 당사는 약 10% 정도, 그리고 업계는 약 20% 수준으로 감소될 것으로 전망하고 있음

이러한 신계약비 집행으로 인한 판매가 위축되지 않도록 저희는 판매 시 비가격 경쟁력 강화를 위해서 판매 조직의 활동량을 증가시키려고 노력하고 있음

이를 위해서 AI 툴을 적극적으로 활용을 할 예정이고 AI 판매 화법 등을 적극적으로 개발해서 제공을 하면서, 저희가 지속적으로 주장했던 연간 신계약 CSM 3조원 이상은 지속적으로 달성할 수 있도록 적극적으로 판매를 활성화하겠습니다

Q8) 이번에 계리가정 선진화 관련 영향을 여쭙고 싶음. 이번에 가정 조정이 있다 보니까 저희 제도 관련 이슈가 얼마 정도씩 긍정적인 요인과 마이너스 요인이 어떻게 혼재되어서 나타나는지 세부적으로 설명 부탁. 혹시 4분기에 예정된 저희 간편 담보에 대한 가정 조정 영향도 혹시 내부적으로 추정하고 계신 게 있으면 공유해 주시기 바람

A) 2분기 계리가정 선진화는 크게 손해율과 사업비율로 나뉘지는데, 손해율 같은 경우에는 신규 담보에 대한 보수적인 적용 그다음에 산출 단위의 세분화 등 영향으로 당사 입장에서는 CSM 감소 요인이었고, 반대로 사업비 물가상승률이나 원가 동인 변경 같은 경우에는 당사의 경우 물가상승률을 일부 반영하고 있었던 상황인지라 이 부분에 대한 영향은 플러스 영향으로 발생했음

그리고 4분기 간편 담보에 대해서 90%를 손해율로 반영하게 되면 일부 마이너스 요인은 있을 것으로 예상이 되고, 다만 당사의 어떤 효율들이 개선되고 있는 부분들이 있어서 그 영향은 2분기보다는 상당폭 줄어들 것으로 전망하고 있음

실질적으로 금번 손해율 쪽의 강화 조치가 당사의 실질 체력보다 약간 보수적인 측면이 있어서, 이러한 금번에 반영한 담보들에 대한 자기 통계를 사용하는 시점이 오면 이 부분이 회복되면서 당사의 플러스 요인으로 증장기적으로는 전망하고 있음

Q9) 계리가정 선진화를 반영하게 된 신계약 CSM도 영향이 좀 있을 것 같은데 하반기랑 전반적인 영향 공유해 주시기 바랍니다

A) 상반기에 삼성생명의 신계약 CSM 배수는 약 13x였는데, 만약에 1월부터 계리가정 선진화가 반영되었다면 약 1.7x가 줄어들어서 약 11.3x가 되었을 것임

다만 하반기에는 고수익 건강보험과 CFO가 말씀드렸듯이 고수익 건강보험 그리고 일반 중신보험을 더욱 많이 확대할 예정이며, 이를 통해 안정적 신계약 CSM을 확보하겠습니다

7월에 이미 계리가정 선진화가 반영되었어도 삼성생명의 신계약 CSM 배수는 약 13x를 유지할 것으로 예상하고 있고, 상반기에 1.7조원의 신계약 CSM을 저희가 달성했는데 하반기에도 그 이상을 달성하도록 하겠음

Q10) 얼마 전 KDB생명 인수를 검토하시다가 본입찰에 불참하신 것으로 아는데 초기에 인수를 검토한 이유, 그리고 본입찰에 참여하지 않은 배경이 무엇인지?

이를 포함해서 향후 M&A를 어떤 전략과 방법으로 접근하는지, 향후 검토하는 방향이나 분야가 있다면 대상 업종·규모, 기대하는 재무적 효과가 무엇인지 궁금하고, 이 과정에서 K-ICS 비율도 하락할 여지가 있기 때문에 이를 감안했을 때 최대 M&A나 출자에 쓸 수 있는 여력이 어느 정도라고 생각하는지?

A) 먼저 KDB 인수 참여 배경과 미참여 배경에 대해서 구체적으로 설명드리기에는 공시 이슈가 있기 때문에 자세하게 말씀드리지 못하는 점 양해 부탁드립니다

간단하게 말씀드리면 저희가 채널 운영이라든지 상품 운영이라든지 자산 운영 관점에서 전략적인 시너지가 있을 것으로 예상하고 파악했으나, 그런 전략적 시너지 제고가 어렵다고 판단돼서 미참여했다는 것을 말씀드립니다

M&A 관련해서는 잘 아시다시피 국내 생명보험 시장의 성장 한계를 극복하기 위해서 해외 사업을 적극적으로 추진하겠다고 말씀드린 바가 있음. 조금 전에 말씀드린 바와 같이 태국과 중국 사업의 이익 규모가 빠른 속도로 성장하고 있어 이 시장을 조금 더 확대할 계획이고, 이런 경험을 바탕으로 신규 M&A 기회를 적극적으로 모색하고 있음

이머징 마켓인 아시아 시장과 더불어 미국과 같은 선진 시장에 대한 M&A 기회도 지금 적극적으로 모색하고 있으며, 이를 적극적으로 추진하기 위해서 상반기에 외부 컨설팅을 활용해서 해외 사업 방향을 수립했고 그것을 단계적으로 추진할 계획. 또한 당사는 보험사로서 ALM을 최우선으로 하되 투자 이익 극대화를 위한 다양한 투자 기회를 찾고 있으며, 대체투자는 시장 상황을 상시 모니터링하고 수익성·안정성을 종합적으로 고려해서 점진적으로 확대할 계획

Q11) 이번에 삼성전자 주가가 상승해서 순자산 가치가 1분기보다 많이 상승했는데, 향후 주가가 생각보다 다른 방향으로 움직이거나 삼성전자 주가가 빠르게 움직이게 되면 저PBR로 분류될 가능성도 있지 않을까 생각됨. 이에 대해 어떻게 염두에 두고 대응을 계획하고 있는지 궁금함

A) 우선 현재 알려진 기준으로 봤을 때 저PBR 기업으로 당사가 분류될 가능성은 희박하고, 이 제도를 떠나서 PBR 개선을 위해서 CFO께서 말씀하신 대로 주주환원을 점진적으로 확대하고 또 잉여 자본을 활용한 M&A 및 신사업 확대를 전략적으로 추진할 계획

Q12) 부사장님께서 계속 경상이익 성장률 이상으로 주당배당금을 확대해서 주주환원에 적극적으로 기여하겠다고 여러 번 말씀해 주셨는데, 경상이익이라는 단어의 정의가 무엇인지 조금만 더 상세한 설명을 붙여주면 큰 도움이 될 것 같음

A) 다들 생각하시는 경상이익은 아마 똑같이 생각하실 것으로, 저희 보험사가 통상적으로 생각하는 영업이익을 생각하시면 되고 일회성 요인들을 제외한 경상이익이라고 보시면 됨

다들 전자 특별배당이나 전자 자사주 소각으로 인한 전자 매각이익이 향후 배당에 포함되느냐는 숨어 있는 질문인 것 같은데, 조금 전에 말씀드린 바와 같이 이런 일시적인 상황들은 전체 배당가능이익에 다 포함된다는 것을 말씀드립니다

2Q26 삼성생명 실적 요약

(십억원, %)	2Q26P	1Q26	2Q25	% QoQ	% YoY	컨센서스	차이	신한 추정치	차이
보험손익	271.4	251.2	560.8	8.0	(51.6)		-	314.4	(13.7)
투자손익	351.2	1,106.6	354.6	(68.3)	(1.0)		-	483.2	(27.3)
영업이익	622.6	1,357.8	915.4	(54.1)	(32.0)	937.7	(33.6)	797.6	(21.9)
지배주주순이익	689.9	1,203.6	758.9	(42.7)	(9.1)	757.9	(9.0)	713.7	(3.3)

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

삼성생명 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
보험손익	770.2	716.4	851.0	794.5	10.5	10.9
투자손익	2,577.4	6,327.2	2,209.4	9,693.7	(14.3)	53.2
영업이익	3,347.6	7,043.6	3,060.4	10,488.2	(8.6)	48.9
지배주주순이익	3,236.8	6,785.0	2,985.9	8,936.5	(3.6)	31.7

자료: 신한투자증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	증감률
보험손익	277.7	560.8	268.4	(125.9)	251.2	271.4	280.5	47.9	981.0	851.0	(13.3)
CSM 상각	350.9	374.4	371.0	351.2	360.3	364.9	374.8	378.3	1,447.5	1,478.3	2.1
RA 환입	82.7	81.8	88.0	85.9	85.3	87.9	80.7	80.4	338.4	334.3	(1.2)
예실차	(62.5)	54.2	(91.5)	(193.6)	(96.4)	(68.8)	(49.2)	(99.9)	(293.5)	(314.4)	적지
기타	(93.4)	50.4	(99.0)	(369.4)	(98.0)	(112.5)	(125.7)	(310.9)	(511.4)	(647.1)	적지
투자손익	476.2	354.6	547.5	221.2	1,106.6	351.2	490.2	261.4	1,599.4	2,209.4	38.1
영업이익	754.0	915.4	815.8	95.3	1,357.8	622.6	770.7	309.3	2,580.5	3,060.4	18.6
영업외손익	88.5	94.2	137.9	95.3	171.6	239.1	147.6	158.3	415.9	716.5	72.3
세전이익	842.5	1,009.6	953.7	190.5	1,529.4	861.7	918.3	467.6	2,996.3	3,776.9	26.1
지배주주순이익	635.3	758.9	723.0	185.7	1,203.6	689.9	721.4	371.1	2,302.8	2,985.9	29.7
신계약 APE	872.0	831.0	1,001.9	912.3	942.8	846.5	906.9	922.1	3,617.2	3,618.3	0.0
CSM 전환배수	9.1	11.1	10.4	10.0	10.8	12.3	10.9	10.9	10.1	11.2	10.5
기초 CSM	12,902	13,309	13,746	14,047	13,218	13,647	13,741	14,024	12,902	13,218	2.4
(+) 신계약 CSM	657.8	768.6	871.4	761.7	848.6	868.9	823.5	839.8	3,059.5	3,380.7	10.5
(+) 이자부리	116.0	117.6	129.2	130.9	126.7	131.7	128.6	132.7	493.8	519.8	5.3
(+) CSM 조정	(5.7)	(66.6)	(321.3)	(1,364)	(178.5)	(540.3)	(294.2)	(639.7)	(1,758)	(1,653)	적지
(-) CSM 상각	(361.1)	(382.6)	(378.4)	(357.6)	(367.4)	(366.3)	(374.8)	(378.3)	(1,480)	(1,487)	적지
기말 CSM	13,309	13,746	14,047	13,218	13,647	13,741	14,024	13,979	13,218	13,979	5.8
투자영업이익률	4.4	6.1	5.6	5.5	6.3	13.3	3.7	3.3	5.3	6.7	1.4
ROE (평균)	7.7	9.9	8.2	1.5	6.7	2.4	2.0	1.0	7.7	6.7	(1.1)
ROA	0.8	1.0	0.9	0.3	1.3	0.6	0.7	0.3	0.8	1.3	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

주1: 연결 기준

주2: 보험손익은 별도기준

삼성생명 목표주가 산출 테이블

(%, 배, 원, 천주, 십억원)		기존 (8/10)	변경 후
ROE	(a)	7.8	5.7
Adj. Cost of capital	(b)	10.5	11.5
Risk free rate	국고 1년 금리	4.2	4.3
Beta	종목베타	0.9	0.9
Market return	시장 프리미엄	7.0	8.0
Adjustment		-	-
Long-term growth	(c)	-	-
Fair P/ B	(d = [a-c]/[b-c])	0.7	0.5
Discount/Premium		-	-
Adj. Fair P/B	(g)	0.7	0.5
BPS	(h)	438,828	757,278
발행주식 수	(i)	179,575	179,575
보험가치	(j = g*h*i)	58,350	67,686
증권 지분 가치	(k)	57,463	66,667
목표 시가총액	(l = j+k)	115,813	134,354
Discount/Premium	(m)	(30.0)	(40.0)
Adj. Target Market Cap	(n = l * [1+m])	81,069	80,612
Target Price	(o = n/i)	450,000	450,000
상승여력(%)		-	54.4

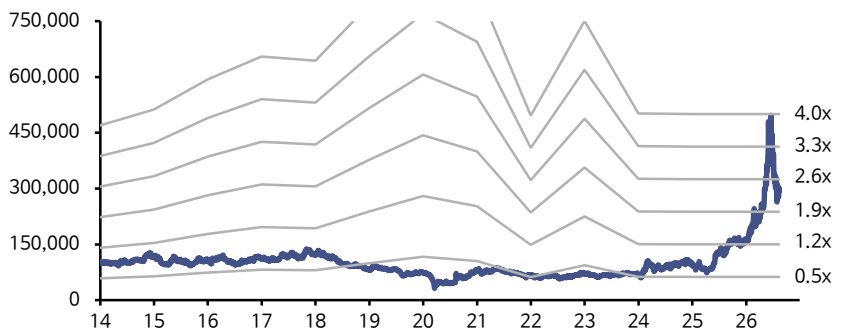
자료: 신한투자증권 추정

주1: 삼성전자 지분은 시가총액×지분율×할인율로 계산해 SOTP 방식으로 본업가치에 합산

주2: 반도체 주가 변동성 확대 고려해 적정 기업가치에 30% 할인 적용

12개월 선행 PBR 밴드 차트

(원)



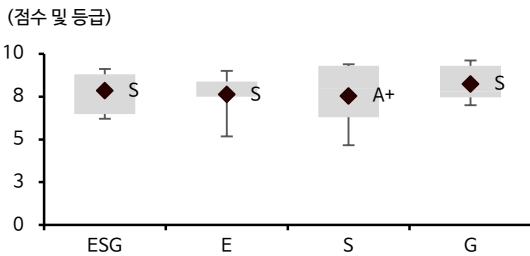
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

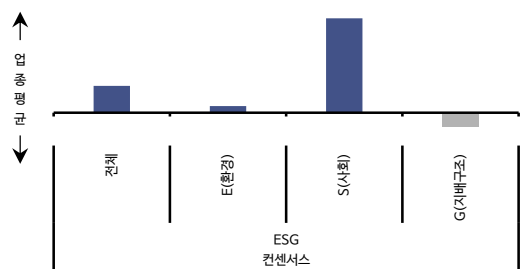
- ◆ E: 2030년 ESG 투자 잔고 20조원 이상 달성 목표로 녹색/지속가능채권 및 수자원, 신재생 대체자산 투자 중
- ◆ S: 2030 중장기전략 달성과 수행을 위해 인재양성 전략 추진, 직무전문성 확보를 위해 직무전문가 양성체계 운영
- ◆ G: 글로벌 선진사 수준의 중장기(3~4년) 주주환원을 50% 목표 달성을 위해 주주환원을 우상향 선언

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

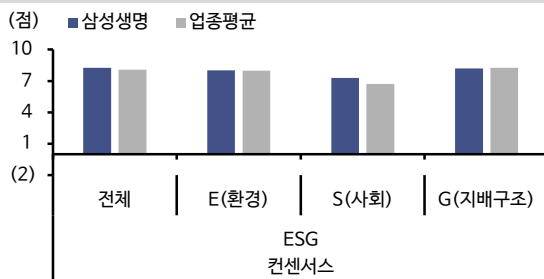
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

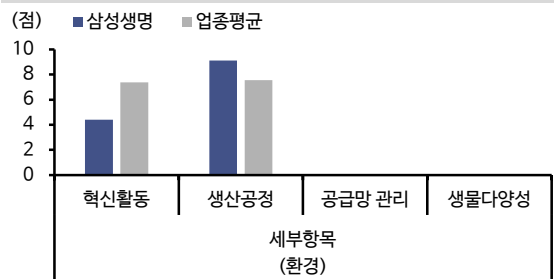
Key Chart

ESG 필라



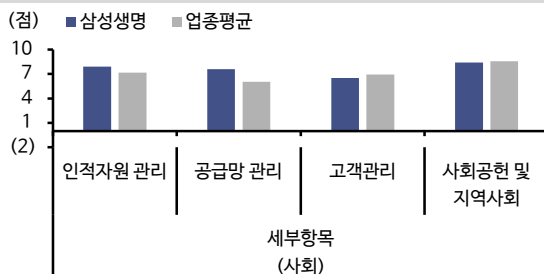
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



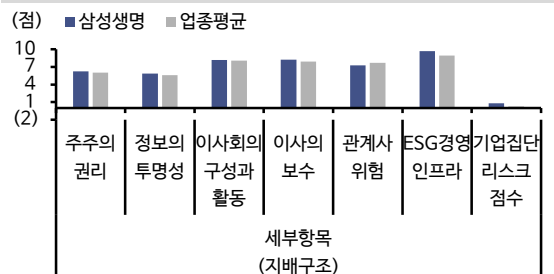
자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	312,218.8	350,685.7	477,777.0	545,522.2	615,390.4
운용자산	213,789.8	247,285.0	357,882.2	408,627.2	460,962.4
현·예금	1,629.1	1,690.1	1,920.3	2,192.6	2,473.4
유가증권	199,651.0	232,551.4	344,309.1	393,129.5	443,479.9
FVPL	21,372.4	22,856.2	24,228.7	27,664.1	31,207.2
FVOCI	145,684.0	181,712.5	292,863.8	334,389.7	377,217.0
AC	32,594.5	27,982.7	27,216.5	31,075.7	35,055.7
지분법적용대상	8,595.1	9,671.4	8,196.2	9,358.4	10,557.0
대출채권	32,594.5	27,982.7	27,216.5	31,075.7	35,055.7
부동산	3,914.6	3,372.2	3,456.6	3,946.7	4,452.2
특별계정자산	25,794.7	28,962.2	39,181.6	44,737.2	50,467.0
부채총계	274,116.2	285,850.4	331,786.5	391,852.2	455,206.2
보험계약부채	203,097.5	202,007.1	196,263.4	181,766.6	168,739.0
BEL	186,947.6	185,285.9	169,286.2	155,483.1	143,097.5
RA	13,080.7	13,452.9	12,907.9	11,909.5	10,998.5
CSM	2,980.2	3,179.3	13,978.9	14,286.4	14,557.6
특별계정부채	25,794.7	28,962.2	39,181.6	44,737.2	50,467.0
자본총계	38,102.7	64,835.3	145,990.5	153,670.0	160,184.2
자본금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
자본잉여금	125.1	125.1	125.1	125.1	125.1
신중자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19,420.0	21,085.5	24,058.5	31,738.0	38,252.2
자본조정	(2,117.0)	(2,117.0)	(2,117.0)	(2,117.0)	(2,117.0)
기타포괄손익누계액	18,569.3	43,530.7	123,823.8	123,823.8	123,823.8

CSM Movement

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
기초 CSM	12,247.4	12,902.0	13,217.9	13,978.9	14,286.4
신계약 CSM	3,260.6	3,059.5	3,380.7	3,353.4	3,356.5
이자부리	468.3	493.8	519.8	533.5	545.3
CSM 조정	(1,704.8)	(1,757.8)	(1,652.7)	(2,059.2)	(2,076.1)
CSM 상각	(1,369.5)	(1,479.6)	(1,486.8)	(1,520.1)	(1,554.5)
기말 CSM	12,902.0	13,217.9	13,978.9	14,286.4	14,557.6
CSM 전환배수 (배)	10.1	10.1	11.2	11.1	11.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

개별손익보고서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
보험손익	536.6	981.0	851.0	794.5	799.3
CSM 상각	1,340.8	1,447.5	1,478.3	1,520.1	1,554.5
RA 변동	313.7	338.4	334.3	306.8	282.4
예설차	(540.7)	(293.5)	(314.4)	(275.6)	(241.2)
기타	(577.2)	(511.4)	(647.1)	(756.8)	(796.5)
투자손익	1,963.1	1,599.4	2,209.4	9,693.7	10,190.3
영업이익	2,499.8	2,580.5	3,060.4	10,488.2	10,989.6
영업외손익	313.9	415.9	716.5	678.9	677.0
세전이익	2,813.7	2,996.3	3,776.9	11,167.1	11,666.6
법인세비용	553.4	544.8	657.5	2,230.6	2,099.6
자배주순이익	2,106.8	2,302.8	2,985.9	8,476.4	9,074.5

Investment Portfolio

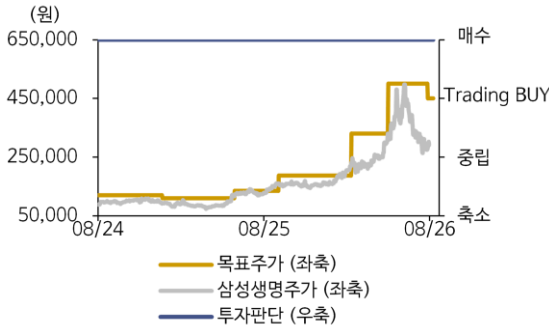
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
현·예치금	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
주식	17.1	29.1	51.8	51.8	51.8
채권	44.7	38.7	25.3	25.3	25.3
수익증권	10.8	10.2	7.0	7.0	7.0
외화유가증권	9.5	8.6	6.7	6.7	6.7
대출채권	15.2	11.3	7.6	7.6	7.6
부동산	1.8	1.4	1.0	1.0	1.0

Valuation Indicator

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	10,534	11,514	14,930	42,382	45,373
BPS (원)	180,487	313,621	719,434	757,278	789,379
PER (배)	2.2	3.4	4.9	1.7	1.6
PBR (배)	0.53	0.50	0.41	0.38	0.37
ROE (%)	5.4	4.7	2.9	5.7	5.9
ROA (%)	0.7	0.7	0.7	1.6	1.6
배당성향 (%)	38.4	41.3	42.1	36.0	37.6
DPS (원)	4,500	5,300	7,000	17,000	19,000
배당수익률 (%)	4.7	3.4	2.4	5.8	6.5

투자 의견 및 목표주가 추이

삼성생명(032830)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 03월 05일	매수	120,000	(24.4)	(11.7)
2024년 09월 06일	매수	6개월경과	(16.3)	(9.2)
2025년 01월 03일	매수	110,000	(19.4)	10.7
2025년 06월 11일	매수	135,000	(1.1)	19.2
2025년 09월 16일	매수	187,000	(12.2)	17.1
2026년 02월 23일	매수	330,000	(27.0)	0.0
2026년 05월 15일	매수	500,000	(27.5)	(0.6)
2026년 08월 10일	매수	450,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 이지연)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	투자등급	비중	비중
매수	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	축소	업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소	향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 12일 기준)

매수 (매수)	93.21%	Trading BUY (중립)	4.15%	중립 (중립)	2.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------