

삼성생명 (032830)

본업보다는 삼성전자에 좌우될 주가

1Q26 연결 지배순이익 1조2,036억원(+89.5% YoY) 기록

삼성생명의 1Q26 연결 지배순이익은 1조2,036억원(+89.5% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 상회의 배경으로는 즉시연금 소송 승소에 따른 총당금 환입 약 4,257억원 영향을 제시한다.

[보험손익/신계약] 보험손익은 2,565억원(-7.7% YoY)으로 전년 동기 대비 감소했다. CSM 상각이익 및 RA 해제손익은 안정적인 흐름이 지속되었으나 일회성 퇴직금 부채 관련 비용 526억원이 반영되며 사업비 예산차가 다소 큰 폭으로 감소하며 적자로 전환한데 기인한다. 보장성 APE는 8,032억원(+3.6% QoQ)로 종신과 건강보험 모두 판매가 확대되었다. 금리 상승에 따라 종신 중심으로 마진이 개선되며 월초 대비 배수는 11.4배로 개선되었다. CSM 가정조정은 약 1,785억원으로 경상수준 범위 내에서 관리되었다. 향후 계리적 가정 가이드라인과 관련하여 2Q26 사업비 및 비실손 갱신 담보 등 손해를 가정 조정, 4Q26 간편담보 관련 가정 조정 등이 반영될 예정이며 2Q26 중 제도 변화 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

[투자손익] 투자손익은 7,741억원(+288.8% YoY)으로 즉시연금 소송 승소에 따른 총당금 환입 약 4,257억원 등 일회성 요인이 반영되었으며 삼성전자 특별 배당으로 전자 배당수익이 약 2,850억원으로 전년 동기 대비 약 1천억원 증가하며 큰 폭으로 개선되었다. 이를 제외한 경상이원도 안정적 범위에서 관리되고 있다고 판단한다.

[K-ICS] K-ICS비율은 210%(+12%p QoQ)로 전자 주가 및 금리 상승 영향에 힘입어 200%를 상회하는 수준으로 개선되었다. 다만 전자 주가 상승으로 인한 가용자본 증가와 동시에 요구자본 측면의 시장리스크 확대가 동시에 나타나고 있어 향후 전자 주가 상승에 따른 추가적인 K-ICS비율 개선 효과는 기대하기 어려울 전망이다. 회사는 잉여자본에 대해 주주 가치 제고, 미래 성장 재원으로 활용할 계획을 제시하고 있다.

사실상 본업보다는 삼성전자에 좌우될 주가

한편 투자자들의 관심이 집중되고 있는 삼성전자 관련 주요 일회성 이익(지분 처분이익, 특별배당 등)의 주주환원 반영 여부에 있어서는 1) 경상이익 성장률 이상의 주당 DPS 상향, 2) 배당금이 크게 발생할 경우 수 년에 걸쳐 나누어 지급하겠다는 내용을 제시하고 있다. 중장기적으로 DPS가 안정적으로 우상향할 수 있다는 점은 충분히 긍정적이거나 27년 특별 배당 규모가 대거 발생하더라도 단기적으로 큰 폭의 DPS 상승 기대는 어려울 것으로 예상된다. 이를 감안했을 때 향후 동사 주가는 본업 측면의 경쟁력이나 배당에 대한 기대감 보다는 보유 전자지분 가치에 연동되는 움직임이 나타날 것으로 예상된다. 2026E DPS는 6,400원으로 전년 대비 약 21% 증가할 것으로 예상되며 배당수익률은 전일 증가 기준 1.9%를 전망한다. 최근 반도체 업황 강세 등으로 인한 삼성전자 주가 상승에 따라 보유 지분 가치가 상승한 점 등을 반영하여 동사 주가를 380,000원으로 상향한다. 목표주가는 전자 배당 및 지분가치를 차감하여 산출한 본업가치 주당 123,000원에 전자 지분가치 주당 25,7000원(전일 증가 296,000원 기준)을 합산하여 산출했다. 투자 리스크로는 상대적으로 높은 전자 주가 민감도로 인한 변동성을 제시한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

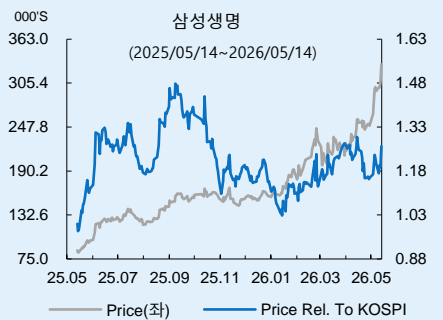
| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 380,000원(상향) |
| 증가(2026.05.14) | 330,000원 |
| 상승여력 | 15.2% |

Stock Indicator

| | |
|-----------|-----------------|
| 자본금 | 100십억원 |
| 발행주식수 | 20,000만주 |
| 시가총액 | 66,000십억원 |
| 외국인지분율 | 23.4% |
| 52주 주가 | 83,500~330,000원 |
| 60일평균거래량 | 431,563주 |
| 60일평균거래대금 | 106.4십억원 |

| | | | | |
|----------|------|------|-------|-------|
| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
| 절대수익률 | 34.1 | 60.6 | 114.8 | 282.4 |
| 상대수익률 | 0.4 | 15.7 | 15.9 | 80.1 |

Price Trend



| FY | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익(별도) | 975 | 946 | 1,043 | 1,085 |
| 투자손익(별도) | 692 | 1,346 | 2,139 | 1,557 |
| 영업이익(별도) | 1,666 | 2,292 | 3,182 | 2,641 |
| 지배지분순이익 | 2,303 | 2,888 | 3,563 | 3,180 |
| EPS(원) | 11,514 | 14,440 | 17,816 | 15,898 |
| BPS(원) | 313,621 | 648,502 | 659,764 | 668,389 |
| PER(배) | 13.7 | 22.9 | 18.5 | 20.8 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| ROE(%) | 4.7 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| 배당수익률(%) | 3.4 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 목표주가 산정 Table

| 구분 | 항목 | 비고 | 내용 |
|------------------------|---------------------|---|-------------|
| 본업 기업가치 | Sustainable ROE (a) | 2026E ~2028F ROE 평균 | 10.7% |
| | Cost of Equity (b) | 무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준 | 7.4% |
| | Growth (c) | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| | Discount (d) | K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용 | 25.0% |
| | Target PBR | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 1.08 |
| | EV per Share | 2026F Adj. BPS 113,151 원에 Target PBR 적용 | 123,000 |
| 삼성전자 지분가치 (십억원) | SEC Equity Value | 5/14 증가 기준 | 149,156 |
| | Adjusted Value (e) | 유배당계약자 몫(30%), 법인세효과 등 반영 | 76,845 |
| | Discount (f) | | 40% |
| | EV per Share | $(e) \times (1-f)$ / 주식 수. 주식 수는 보통주-자기주식 기준으로 산정 | 257,000 |
| 목표주가 | | | 380,000 |
| 현재가 | | | 330,000 |
| Upside / Downside 투자이견 | | | 15.2% 매수 |

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

| 항목 | 비고 | 내용 |
|--------------------|---|---------|
| Upside case | | 24% |
| Sustainable ROE | 예실차 축소, 투자손익 개선 등 | 11.7% |
| COE | 무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준 | 7.4% |
| Growth | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| Premium/Discount | K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선 | -15.0% |
| Fair P/B | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 1.34 |
| 본업가치(Bull case) | 2026F Adj. BPS 113,151 원에 Target PBR 적용 | 152,000 |
| 전자 지분가치(Bull case) | 주가 15% 상승 | 296,000 |
| 전체 목표주가(Bull case) | | 409,000 |
| Downside case | | -5% |
| Sustainable ROE | 예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등 | 9.7% |
| COE | 무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.87%, 베타 1 기준 | 7.4% |
| Growth | 보수적으로 0% 가정 | 0.0% |
| Premium/Discount | K-ICS 및 이익 체력 부진세 | -35.0% |
| Fair P/B | $(a-c)/(b-c) \times (1-d)$ | 0.85 |
| 목표주가(Bear case) | 2026F Adj. BPS 113,151 원에 Target PBR 적용 | 96,000 |
| 전자 지분가치(Bear case) | 주가 15% 하락 | 218,000 |
| 전체 목표주가(Bear case) | | 314,000 |

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

| (십억원) | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 보험손익 | 수정 후 | 975 | 946 | 1,043 | 1,085 |
| | 수정 전 | | 998 | 1,008 | 1,026 |
| | 증감률(%) | | -5.2% | 3.5% | 5.7% |
| 투자손익 | 수정 후 | 692 | 1,346 | 2,139 | 1,557 |
| | 수정 전 | | 1,065 | 1,497 | 1,296 |
| | 증감률(%) | | 26.4% | 42.9% | 20.1% |
| 연결 세전이익 | 수정 후 | 2,996 | 3,789 | 4,697 | 4,203 |
| | 수정 전 | | 3,432 | 3,919 | 3,779 |
| | 증감률(%) | | 10.4% | 19.9% | 11.2% |
| 연결지배순이익 | 수정 후 | 2,303 | 2,888 | 3,563 | 3,180 |
| | 수정 전 | | 2,558 | 2,928 | 2,824 |
| | 증감률(%) | | 12.9% | 21.7% | 12.6% |

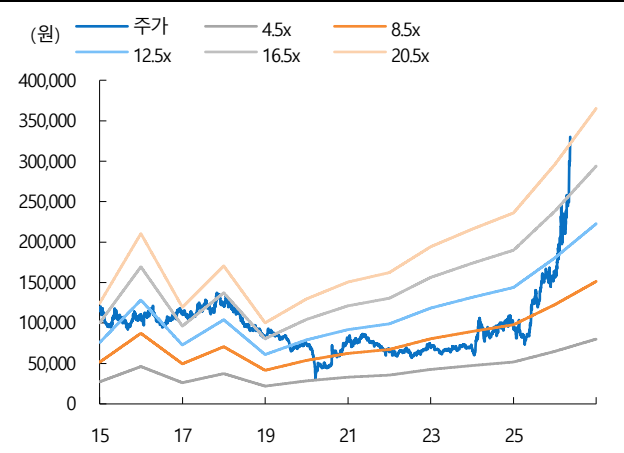
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | % QoQ | % YoY |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 보험손익 | 278 | 553 | 262 | -118 | 256 | 379.6 | 296 | 14 | 흑전 | -7.7 |
| CSM 상각 | 361 | 383 | 378 | 358 | 367 | 377.7 | 386 | 392 | 2.7 | 1.8 |
| RA 해제 | 85 | 84 | 89 | 87 | 87 | 89.2 | 89 | 90 | 0.0 | 2.3 |
| 예실차 | -63 | 53 | -93 | -195 | -98 | 37.8 | -56 | -188 | 적지 | 적지 |
| 기타사업비용 | -22 | -29 | -34 | -53 | -19 | -40.3 | -40 | -45 | 적지 | 적지 |
| 손실계약비용 및 기타 | -84 | 63 | -79 | -316 | -81 | -84.8 | -83 | -234 | 적지 | 적지 |
| 투자손익 | 199 | 90 | 256 | 147 | 774 | 185.3 | 193 | 194 | 426.4 | 288.8 |
| 일반계정 | 191.1 | 122 | 292 | 212 | 840 | 185.3 | 193 | 194 | 295.9 | 339.3 |
| 자산운용수익 | 1,626 | 1,544 | 1,722 | 1,641 | 2,258 | 1,665.5 | 1,680 | 1,686 | 37.6 | 38.9 |
| 보험금융손익 | -1,435 | -1,422 | -1,430 | -1,429 | -1,419 | -1,480.2 | -1,487 | -1,492 | 적지 | 적지 |
| 특별계정 | 8 | -32 | -36 | -65 | -66 | 0.0 | 0 | 0 | 적지 | 적전 |
| 영업이익 | 477 | 643 | 517 | 29 | 1,031 | 564.9 | 489 | 208 | 3,475.9 | 116.1 |
| 영업외손익 | 332 | 11 | 6 | -7 | 367 | 0.8 | 2 | 1 | 흑전 | 10.7 |
| 세전이익 | 808 | 654 | 523 | 21 | 1,397 | 565.7 | 491 | 209 | 6,420.6 | 72.8 |
| 별도 당기순이익 | 704 | 497 | 409 | 90 | 1,142 | 439.3 | 381 | 165 | 1,170.9 | 62.3 |
| 연결 지배순이익 | 635 | 759 | 723 | 186 | 1,204 | 713.0 | 711 | 261 | 548.1 | 89.5 |
| 보장성 APE | 765 | 722 | 810 | 775 | 803 | 787.3 | 780 | 757 | 3.6 | 5.1 |
| 신계약 CSM | 658 | 769 | 871 | 762 | 849 | 814.2 | 799 | 777 | 11.4 | 29.0 |
| 자산총계 | 318,859 | 319,125 | 335,307 | 350,686 | 371,424 | 413,408 | 415,307 | 416,171 | 5.9 | 16.5 |
| 운용자산 | 248,302 | 248,038 | 262,408 | 275,790 | 293,219 | 335,257 | 336,808 | 337,524 | 6.3 | 18.1 |
| 비운용자산 | 7,138 | 5,977 | 5,417 | 5,196 | 5,731 | 5,464 | 5,597 | 5,530 | 10.3 | -19.7 |
| 부채총계 | 287,368 | 285,467 | 294,383 | 285,850 | 288,123 | 277,355 | 278,509 | 280,304 | 0.8 | 0.3 |
| 책임준비금 | 216,075 | 214,068 | 213,425 | 205,242 | 195,154 | 195,968 | 196,741 | 197,098 | -4.9 | -9.7 |
| 장기보험 CSM 잔액 | 13,309 | 13,746 | 14,047 | 13,218 | 13,647 | 13,962 | 14,227 | 13,745 | 3.2 | 2.5 |
| 자본총계 | 30,914 | 33,146 | 40,699 | 65,706 | 85,088 | 136,053 | 136,797 | 135,867 | 29.5 | 175.2 |
| 계약환급금준비금 | 0 | 0 | 0 | 832 | 1,652 | 2,338 | 2,917 | 3,389 | 98.4 | #DIV/0! |
| ROE (%) | 8.1 | 9.5 | 7.8 | 1.4 | 6.4 | 2.6 | 2.1 | 0.8 | 5%p | -1.7%p |
| K-ICS 비율(%) | 177.2 | 186.7 | 192.7 | 198.0 | 209.9 | 218.9 | 219.5 | 216.0 | 12%p | 32.8%p |

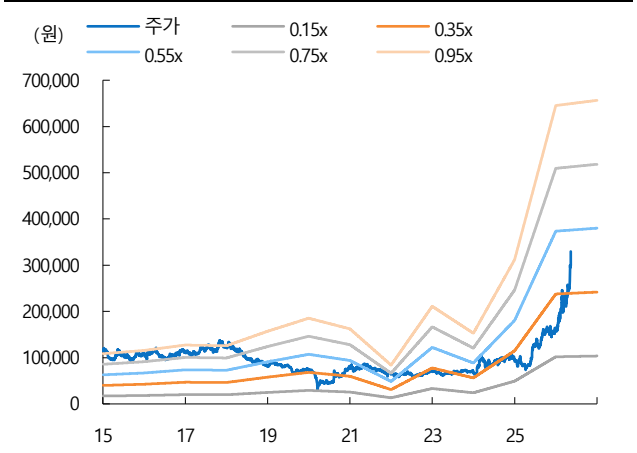
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



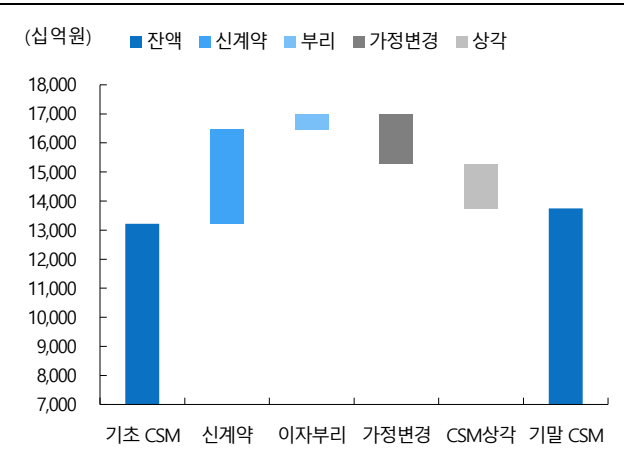
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



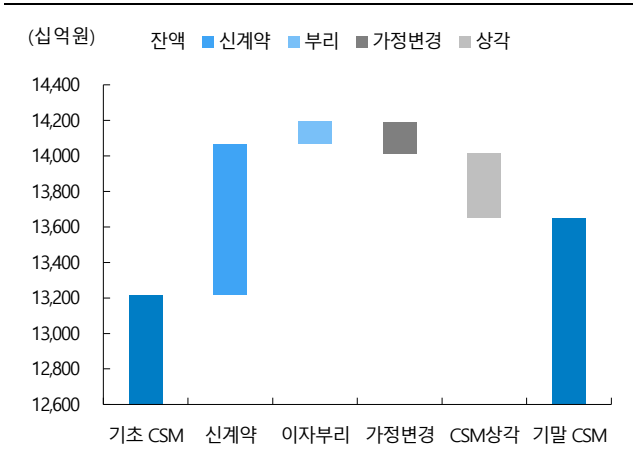
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림4. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

| 재무상태표 | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 운용자산 | 275,790 | 337,524 | 339,635 | 341,489 |
| 현금 및 예치금 | 1,690 | 2,335 | 2,730 | 3,088 |
| 유가증권 | 214,240 | 276,077 | 277,747 | 279,212 |
| 대출금 | 27,983 | 27,589 | 27,762 | 27,913 |
| 부동산 | 3,372 | 3,205 | 3,078 | 2,957 |
| 비운용자산 | 5,196 | 5,530 | 5,551 | 5,553 |
| 특별계정자산 및 기타 | 69,700 | 73,116 | 73,987 | 74,875 |
| 자산총계 | 350,686 | 416,171 | 419,173 | 421,916 |
| 책임준비금 | 205,242 | 197,098 | 198,151 | 199,076 |
| CSM잔액(원수) | 13,218 | 13,745 | 14,180 | 14,680 |
| 계약자지분조정 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 특별계정부채 및 기타 | 80,608 | 83,206 | 82,796 | 82,808 |
| 부채총계 | 285,850 | 280,304 | 280,947 | 281,883 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본잉여금 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 이익잉여금 | 21,085 | 22,752 | 25,004 | 26,729 |
| 해약환급금준비금 | 832 | 3,389 | 4,686 | 5,372 |
| 기타자본 | 41,414 | 106,723 | 106,723 | 106,723 |
| 비지배주주지분 | 2,982 | 6,166 | 6,273 | 6,355 |
| 자본총계 | 65,706 | 135,867 | 138,226 | 140,033 |

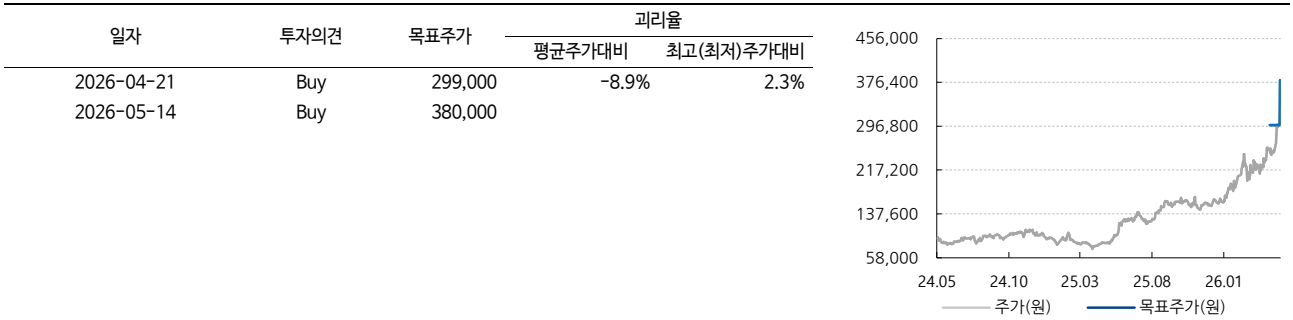
| 주요투자지표(1) | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 신계약 수익성 | | | | |
| APE | 3,617 | 3,679 | 3,585 | 3,636 |
| 신계약 CSM | 3,059 | 3,239 | 3,180 | 3,277 |
| 신계약 CSM 배수 | 84.6 | 88.1 | 88.7 | 90.1 |
| CSM 관련 지표 | | | | |
| 기초CSM | 12,902 | 13,218 | 13,745 | 14,180 |
| CSM 조정 가정 변경 | -1,758 | -1,709 | -1,709 | -1,709 |
| 신계약 CSM(원수) | 3,059 | 3,239 | 3,180 | 3,277 |
| CSM 이자부리 | 494 | 519 | 533 | 550 |
| 상각 전 CSM | 14,697 | 15,268 | 15,750 | 16,300 |
| CSM상각액 | 1,480 | 1,523 | 1,569 | 1,620 |
| CSM상각률(%) | 10.1 | 10.0 | 10.0 | 9.9 |
| CSM 순증액 | 316 | 527 | 435 | 499 |
| 투자이익 관련 지표 | | | | |
| 총 운용수익률 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.2 |
| 평가치분손익 제외 수익률 | 2.4 | 2.2 | 2.4 | 2.2 |
| 손익구성 | | | | |
| 보험손익 | 58.5 | 41.3 | 32.8 | 41.1 |
| CSM상각 | 88.8 | 66.4 | 49.3 | 61.3 |
| 투자손익 | 41.5 | 58.7 | 67.2 | 58.9 |
| 자본적정성 | | | | |
| 지급여력비율(K-ICS) | 198.0 | 216.0 | 217.4 | 217.7 |

| 포괄손익계산서 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원, %) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 보험손익(별도) | 975 | 946 | 1,043 | 1,085 |
| CSM 상각 | 1,480 | 1,523 | 1,569 | 1,620 |
| RA해제 | 346 | 355 | 361 | 364 |
| 예실차 | -297 | -305 | -253 | -262 |
| 손실계약비용 | -138 | -145 | -151 | -157 |
| 기타사업비/재보험손익 | -416 | -482 | -484 | -481 |
| 투자손익(별도) | 692 | 1,346 | 2,139 | 1,557 |
| 자산운용손익 | 818 | 1,411 | 2,139 | 1,557 |
| 평가치분손익 | 187 | 470 | 0 | 0 |
| 보험금융손익 | -126 | -66 | 0 | 0 |
| 영업이익(별도) | 1,666 | 2,292 | 3,182 | 2,641 |
| 영업외손익 | 341 | 371 | 345 | 344 |
| 세전이익(별도) | 2,007 | 2,663 | 3,527 | 2,986 |
| 법인세비용 | 307 | 535 | 796 | 672 |
| 법인세율(%) | 15.3 | 20.1 | 22.6 | 22.5 |
| 당기순이익 | 1,700 | 2,128 | 2,730 | 2,314 |
| 연결 효과 | 989 | 1,126 | 1,171 | 1,217 |
| 연결 세전이익 | 2,996 | 3,789 | 4,697 | 4,203 |
| 연결 당기순이익 | 2,452 | 3,042 | 3,742 | 3,349 |
| 지배주주순이익 | 2,303 | 2,888 | 3,563 | 3,180 |
| 비지배주주순이익 | 149 | 154 | 179 | 169 |

| 주요투자지표(2) | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 성장성지표(%) | | | | |
| 운용자산증가율 | 13.2 | 22.4 | 0.6 | 0.5 |
| CSM증가율 | 2.4 | 4.0 | 3.2 | 3.5 |
| BPS증가율 | 104.1 | 106.8 | 1.7 | 1.3 |
| 보험손익증가율 | 79.8 | -2.9 | 10.2 | 4.0 |
| 투자손익증가율 | -30.9 | 94.6 | 58.9 | -27.2 |
| 영업이익증가율 | 8.0 | 37.5 | 38.8 | -17.0 |
| 세전이익증가율 | 6.5 | 26.4 | 24.0 | -10.5 |
| 당기순이익증가율 | 9.3 | 25.4 | 23.4 | -10.8 |
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 11,514 | 14,440 | 17,816 | 15,898 |
| BPS | 313,621 | 648,502 | 659,764 | 668,389 |
| EV(BV+CSM) | 375,083 | 717,229 | 730,666 | 741,787 |
| 보통주 DPS | 5,300 | 6,400 | 7,300 | 8,100 |
| 보통주 배당수익률(%) | 3.4 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |
| Valuation 지표 | | | | |
| PER(배) | 13.7 | 22.9 | 18.5 | 20.8 |
| PBR(배) | 0.50 | 0.51 | 0.50 | 0.49 |
| P/EV(배) | 0.42 | 0.46 | 0.45 | 0.44 |
| ROE(%) | 4.7 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| ROA(%) | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| 배당성장률(%) | 41.3 | 39.8 | 36.8 | 45.7 |

자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

삼성생명 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 | · Overweight(비중확대) |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 | · Neutral(중립) |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상 | · Underweight(비중축소) |

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 88.2% | 11.8% | - |