2026.11.13

삼성생명 (032830)

밸류업 계획(진짜발표전최종본Final).docx

3Q26 연결 지배순이익 7,924억원(+9.6% YoY)

삼성생명의 3Q26 연결 지배순이익은 7,924억원(+9.6% YoY)으로 사업비 예실차 관련 일회성 요인으로 예실차 손익이 전년 동기 대비 약 2,241억원 증가한 영향으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다.

[신계약] 보장성 신계약은 APE 7,414억원(+4.0% QoQ), 월초(월평균) 215억원(+3.9% QoQ)으로 전분기 대비 소폭 증가했다. 2Q26 계리 가정 선진화 반영 및 금리 상승에 따른 포트폴리오 조정 영향으로 신계약 CSM 배수는 소폭 하락했으나 물량 증가로 신계약 CSM은 9,083억원(+4.5% QoQ) 증가하는 모습이 나타났다. 전반적인 신계약 경쟁 둔화 등 영향으로 CSM 가정 조정도 615억원 감소 수준에 그치며 견조한 CSM 잔액 증가 추세가 이어지는 모습이 나타났다.

[보험손익] 별도 기준 보험손익은 5,295억원(+102.4% YoY)을 기록했다. 실적 개선의 주요 요인은 사업비 예실차로 퇴직급여 충당금 환입 520억원, 일시납 판매 증가 영향 약 1천억원 등 일회성 요인에 따른 개선 요인이 대거 반영됨에 따라 사업비 예실차가 2,020억원(+352% YoY)으로 증가한 영향이다. 관련 요인을 제외해도 손실계약비용 축소, 보험금예실차 개선, RA해제 손익 개선 등에 힘입어 견조한 보험손익을 시현했다.

[투자손익] 별도 기준 투자손익은 1,211억원(-52.6% YoY)으로 전년도 페럼타워 처분이익 2,359억원 기저효과로 감소했으나 경상적으로 견조한 이익을 이어가는 모습이 나타났다. 4Q26 중에는 3Q26 삼성전자 특별배당에 따른 영향이 예상되며 약 2.3조원 규모의 이익이 반영될 것으로 예상되며 향후 투자손익의 상당분이 삼성전자 배당에 의해 결정될 것으로 예상된다.

[K-ICS] K-ICS비율은 209.2%(+1.1%p QoQ)로 금리 상승 등에 힘입어 개선되었다. 한편 동사는 최근 해외 신종자본증권 약 15억불(2조원)을 금리 약 6.875%로 발행하는 모습이 나타났는데 향후 K-ICS비율 약 4~5%p 추가 개선 요인으로 작용할 전망이다. 다소 높은 금리 감안 시 자본 확충 목적보다 M&A 재원 활용을 전망한다.

본업은 견조하지만 결국 핵심은 내년 초 발표 예정인 밸류업 계획

밸류업 정책 시행 이후 지속적으로 발표가 지연되었던 동사의 밸류업 프로그램이 마침내 27년 초 발표될 예정이다. 본업 측면에서 보험/투자 모두 안정적인 모습을 보이고 있으나 궁극적으로 동사의 핵심 투자 포인트가 1) 보유 중인 전자 지분가치와 2) 4Q26부터 발생할 전자 특별배당의 주주환원 활용 여부에 달려있는 만큼 향후 동사 주가의 향방은 27년 초 공개될 밸류업 계획의 주주환원 관련 내용이 핵심이 될 전망이다. 동사가 중장기 배당성향 목표로 제시한 50%에 전자 특별배당, 지분 처분이익 등을 모두 포함시킬 경우 동사가 보유한 지분가치의 할인율이 축소될 것으로 예상되나 이를 제외한 경상 이익을 중심으로 주주환원 등을 시행할 경우 할인율이 추가적으로 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 당사는 보수적 관점에서 26E DPS에 대해 배당성향 25.2% 기준 6,400원으로 배당소득 분리과세 요건인 배당성향 25% 이상+배당금 10% 이상 증가를 충족하는 정도로 가정했으며 이 경우 배당수익률은 약 2.6% 수준에 달할 것으로 전망한다. 이익 추정치 및 CSM 등 전반적인 본업가치는 대체로 안정적인 수준이 지속되고 있으나 최근 삼성전자 주가 하락에 따른 영향을 반영하여 전자 지분가치 조정 중심으로 목표주가를 294,000원으로 하향한다.

iM증권

Company Brief

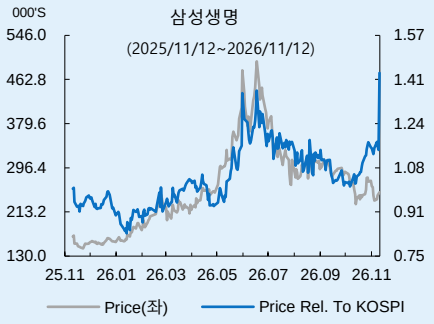
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**294,000원(하향)**
종가(2026.11.12)	**250,000원**
상승여력	**17.6 %**

Stock Indicator	
자본금	100십억원
발행주식수	20,000만주
시가총액	50,000십억원
외국인지분율	22.6%
52주 주가	144,000~516,500원
60일평균거래량	339,958주
60일평균거래대금	95.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-17.4	-16.5	49.7
상대수익률	9.8	1.4	13.6	21.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	975	1,106	1,008	1,108
투자손익(십억원)	692	3,120	7,961	9,201
영업이익(십억원)	1,666	4,226	8,968	10,309
지배지분순이익	2,303	4,569	7,795	8,813
EPS(원)	12,824	25,445	43,406	49,076
BPS(원)	313,621	497,637	526,823	559,574
PER(배)	12.3	9.8	5.8	5.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	4.7	5.4	7.3	7.7
배당수익률(%)	3.4	2.6	4.4	5.0

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	8.4%
	Cost of Equity (b)	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	11.0%
	Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
	Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	15.0%
	Target PBR	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.65
	EV per Share	**2026F Adj. BPS 132,167 원에 Target PBR 적용**	**86,000**
삼성전자 지분가치 (십억원)	SEC Equity Value	11/12 종가 기준	103,513
	Adjusted Value (e)	유배당계약자 몫(30%), 법인세효과 등 반영	53,330
	Discount (f)		30%
	EV per Share	**(e)x(1-f)/주식 수. 주식 수는 보통주-자기주식 기준으로 산정**	**208,000**
목표주가			**294,000**
현재가			250,000
Upside / Downside			17.6%
투자의견			매수

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		26%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	9.4%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	11.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-5.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.81
본업가치(Bull case)	**2026F Adj. BPS 132,167 원에 Target PBR 적용**	**108,000**
전자 지분가치(Bull case)	**주가 15% 상승**	**239,000**
전체 목표주가(Bull case)		**347,000**
Downside case		-2%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	7.4%
COE	무위험수익률 3%, 리스크 프리미엄 8%, 베타 1 기준	11.0%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-25.0%
Fair P/B	(a-c)/(b-c)x(1-d)	0.51
목표주가(Bear case)	**2026F Adj. BPS 132,167 원에 Target PBR 적용**	**67,000**
전자 지분가치(Bear case)	**주가 15% 하락**	**177,000**
전체 목표주가(Bear case)		**244,000**

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 실적 추정치 변경

항목	분류	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	975	1,106	1,008	1,108
	수정 전		838	898	943
	증감률(%)		*32.0%*	*12.2%*	*17.5%*
투자손익	수정 후	692	3,120	7,961	9,201
	수정 전		1,070	4,106	3,250
	증감률(%)		*191.6%*	*93.9%*	*183.1%*
연결 세전이익	수정 후	2,996	5,954	10,319	11,668
	수정 전		3,724	6,911	6,158
	증감률(%)		*59.9%*	*49.3%*	*89.5%*
연결지배순이익	수정 후	2,303	4,569	7,795	8,813
	수정 전		2,858	5,192	4,615
	증감률(%)		*59.9%*	*50.1%*	*91.0%*

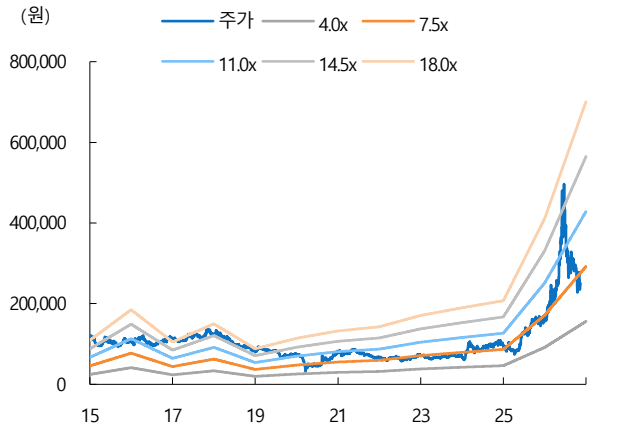
자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부 추정

표4. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	**278**	**553**	**262**	**-118**	**256**	**277**	**529.5**	**43**	**91.4**	**102.4**
CSM 상각	361	383	378	358	367	366	377.1	380	2.9	-0.3
RA 해제	85	84	89	87	87	88	95.3	95	8.3	6.8
예실차	-63	53	-93	-195	-98	-72	131.3	-190	흑전	흑전
기타사업비용	-22	-29	-34	-53	-19	-32	-54.4	-35	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-84	63	-79	-316	-81	-74	-19.8	-207	적지	적지
투자손익	**199**	**90**	**256**	**147**	**774**	**-99**	**121.1**	**2,323**	**흑전**	**-52.6**
일반계정	191.1	122	292	212	840	-41	105.1	2,323	흑전	-64.0
자산운용수익	1,626	1,544	1,722	1,641	2,258	1,391	1,519.2	3,736	9.3	-11.8
보험금융손익	-1,435	-1,422	-1,430	-1,429	-1,419	-1,431	-1,414.1	-1,413	적지	적지
특별계정	8	-32	-36	-65	-66	-58	16.0	0	흑전	흑전
영업이익	**477**	**643**	**517**	**29**	**1,031**	**178**	**650.6**	**2,367**	**266.2**	**25.8**
영업외손익	332	11	6	-7	367	32	2.8	7	-91.4	-52.9
세전이익	808	654	523	21	1,397	210	653.4	2,373	211.5	24.9
별도 당기순이익	**704**	**497**	**409**	**90**	**1,142**	**176**	**491.2**	**1,831**	**179.0**	**20.0**
지배지분순이익	**635**	**759**	**723**	**186**	**1,204**	**690**	**792.4**	**1,883**	**14.8**	**9.6**
보장성 APE	765	722	810	775	803	713	741.4	720	4.0	-8.5
신계약 CSM	658	769	871	762	849	869	908.3	865	4.5	4.2
자산총계	**318,859**	**319,125**	**335,307**	**350,686**	**371,424**	**460,318**	**421,710**	**404,004**	**-8.4**	**25.8**
운용자산	**248,302**	**248,038**	**262,408**	**275,790**	**293,219**	**372,791**	**338,911**	**321,367**	**-9.1**	**29.2**
비운용자산	7,138	5,977	5,417	5,196	5,731	4,777	5,541	5,159	16.0	2.3
부채총계	**287,368**	**285,467**	**294,383**	**285,850**	**288,123**	**313,361**	**298,623**	**300,684**	**-4.7**	**1.4**
책임준비금	216,075	214,068	213,425	205,242	195,154	187,438	190,847	191,461	1.8	-10.6
장기보험 CSM 잔액	**13,309**	**13,746**	**14,047**	**13,218**	**13,647**	**13,741**	**14,337**	**14,205**	**4.3**	**2.1**
자본총계	**31,491**	**33,658**	**40,924**	**64,835**	**83,301**	**146,957**	**123,087**	**103,320**	**-16.2**	**200.8**
해약환급금준비금	0	0	0	832	1,652	3,126	3,679	4,125	17.7	N/A
ROE (%)	**7.9**	**9.3**	**7.8**	**1.4**	**6.5**	**2.4**	**2.3**	**6.7**	**0%p**	**-5.4%p**
K-ICS 비율(%)	**177.2**	**186.7**	**192.7**	**198.0**	**209.9**	**208.2**	**209.2**	**217.2**	**1.1%p**	**16.5%p**

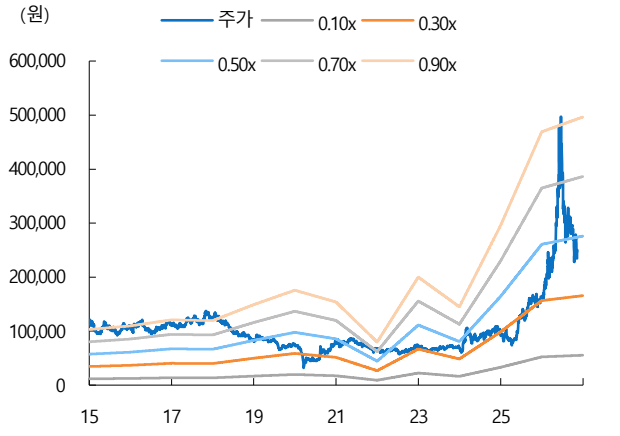
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



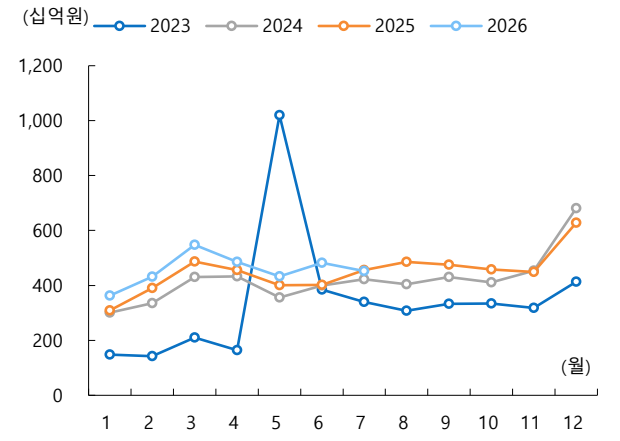
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



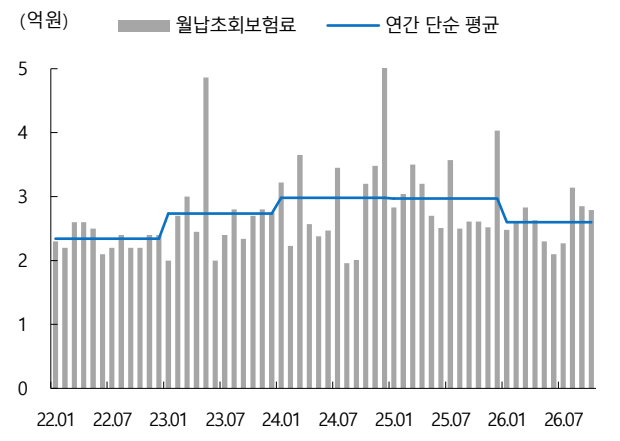
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 월별 사업비 추이



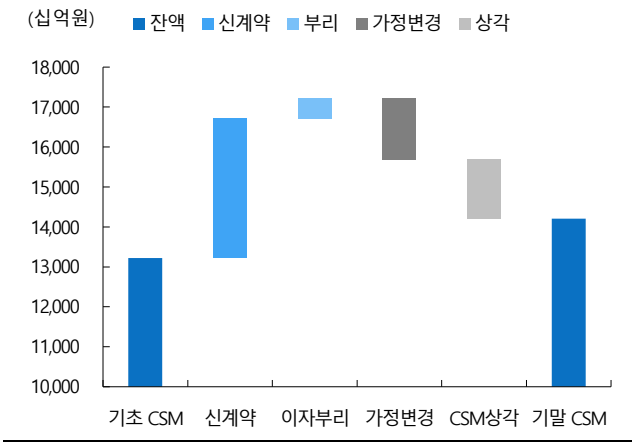
자료: 생명보험협회, iM증권 리서치본부

그림4. GA 신계약 실적



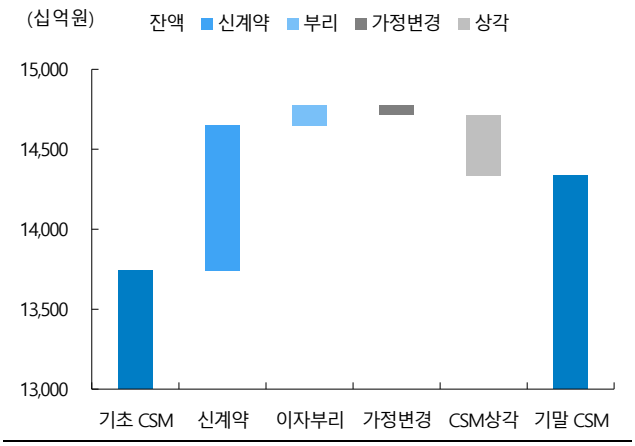
자료: 보험저널, iM증권 리서치본부

그림5. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림6. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	**275,790**	**321,367**	**327,731**	**333,670**
현금 및 예치금	1,690	3,746	4,494	5,177
유가증권	214,240	260,922	265,918	270,579
대출금	27,983	24,378	24,861	25,312
부동산	3,372	3,403	3,541	3,684
비운용자산	**5,196**	**5,159**	**5,278**	**5,286**
특별계정자산 및 기타	69,700	77,479	78,373	79,286
자산총계	**350,686**	**404,004**	**411,382**	**418,242**
책임준비금	**205,242**	**191,461**	**194,664**	**197,654**
CSM잔액(원수)	13,218	14,205	15,360	16,397
계약자지분조정	0	0	0	0
특별계정부채 및 기타	80,608	108,284	106,344	103,352
부채총계	**285,850**	**299,745**	**301,009**	**301,006**
자본금	100	100	100	100
신종자본증권	0	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	125	125	125	125
이익잉여금	21,085	24,433	30,270	36,821
해약환급금준비금	832	4,125	5,321	5,929
기타자본	41,414	74,869	74,869	74,869
비지배주주지분	2,982	4,732	5,009	5,321
자본총계	**65,706**	**104,259**	**110,374**	**117,235**

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(별도)	**975**	**1,106**	**1,008**	**1,108**
CSM 상각	1,480	1,491	1,573	1,682
RA해제	346	366	372	360
예실차	-297	-229	-355	-347
손실계약비용	-138	-140	-146	-152
기타사업비/재보험손익	-416	-381	-436	-435
투자손익(별도)	**692**	**3,120**	**7,961**	**9,201**
일반계정손익	818	3,227	7,961	9,201
평가처분손익	187	208	0	0
특별계정손익	-126	-108	0	0
영업이익(별도)	**1,666**	**4,226**	**8,968**	**10,309**
영업외손익	341	408	426	397
세전이익(별도)	**2,007**	**4,634**	**9,394**	**10,706**
법인세비용	307	993	2,146	2,447
법인세율(%)	15.3	21.4	22.8	22.9
당기순이익	**1,700**	**3,641**	**7,249**	**8,259**
연결 효과	989	1,321	925	962
연결 세전이익	**2,996**	**5,954**	**10,319**	**11,668**
연결 당기순이익	**2,452**	**4,750**	**8,105**	**9,164**
지배주주순이익	**2,303**	**4,569**	**7,795**	**8,813**
비지배지분순이익	**149**	**181**	**310**	**351**

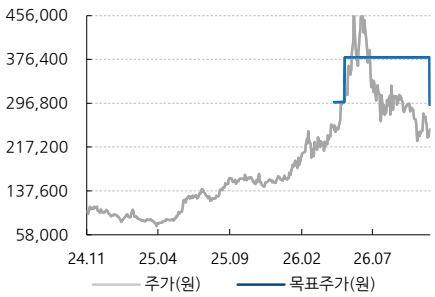
주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,617	3,971	4,198	4,088
신계약 CSM	3,059	3,490	3,377	3,330
신계약 CSM 배수	84.6	87.9	80.4	81.5
CSM 관련 지표				
기초CSM	12,902	13,218	14,205	15,360
CSM 조정 가정 변경	-1,758	-1,530	-1,200	-1,200
신계약 CSM(원수)	3,059	3,490	3,377	3,330
CSM 이자부리	494	518	550	589
상각 전 CSM	14,697	15,696	16,932	18,079
CSM상각액	1,480	1,491	1,573	1,682
CSM상각률(%)	10.1	9.5	9.3	9.3
CSM 순증액	316	987	1,155	1,037
투자이익 관련 지표				
총 운용수익률	2.5	3.0	4.2	4.5
평가처분손익 제외 수익률	2.4	2.9	4.2	4.5
손익구성				
보험손익	58.5	26.2	11.2	10.8
CSM상각	88.8	35.3	17.5	16.3
투자손익	41.5	73.8	88.8	89.2
자본적정성				
지급여력비율(K-ICS)	198.0	214.0	208.3	210.6

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
성장성지표(%)				
운용자산증가율	13.2	16.5	2.0	1.8
CSM증가율	2.4	7.5	8.1	6.8
BPS증가율	104.1	58.7	5.9	6.2
보험손익증가율	79.8	13.5	-8.9	10.0
투자손익증가율	-30.9	351.0	155.2	15.6
영업이익증가율	8.0	153.6	112.2	14.9
세전이익증가율	6.5	98.7	73.3	13.1
당기순이익증가율	9.3	98.4	70.6	13.1
주당지표(원)				
EPS	12,824	25,445	43,406	49,076
BPS	313,621	497,637	526,823	559,574
EV(BV+CSM)	375,083	568,661	603,622	641,559
보통주 DPS	5,300	6,400	10,900	12,600
보통주 배당수익률(%)	3.4	2.6	4.4	5.0
Valuation 지표				
PER(배)	12.3	9.8	5.8	5.1
PBR(배)	0.50	0.50	0.47	0.45
P/EV(배)	0.42	0.44	0.41	0.39
ROE(%)	4.7	5.4	7.3	7.7
ROA(%)	0.7	1.2	1.9	2.1
배당성향(%)	41.3	25.2	25.1	25.7

자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

삼성생명 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	299,000	-8.9%	2.3%
2026-05-14	Buy	380,000	-16.1%	30.8%
2026-11-12	Buy	294,000		



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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-