



# 삼성생명 (032830)

근거가 부족한 NAV 할인율의 축소

**Hold(유지)**

목표주가 312,000원, 전일 주가(6/10): 368,000원  
Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

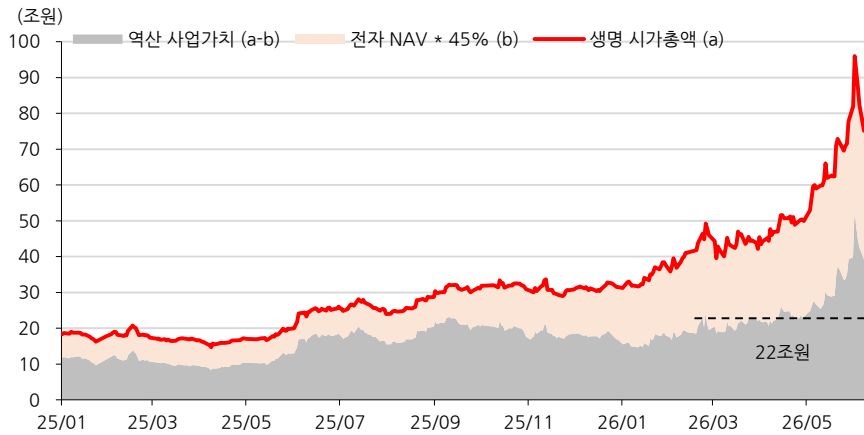
## 삼성생명의 시장가치 구성요소: 보험 사업가치 + 전자 지분가치

- 삼성생명의 주가는 연초 이후(YTD) 134% 상승. 이는 KOSPI의 YTD 수익률(+83%)는 물론, 당사 커버리지인 여타 보험주의 평균 YTD 수익률(+21%)을 크게 상회하는 수준. 지난 3월 말 이후(QTD)로는 KOSPI가 53%, 여타 보험 주가 평균 11% 상승한 가운데 삼성생명은 75% 상승
- 한화투자증권은 삼성생명에 대한 목표주가를 2026년 1월 176,000원 → 3월 230,000원 → 4월 250,000원 → 5월 312,000원으로 연중 네 차례 상향 조정하였음. 당사는 삼성생명 목표주가 산정 시 (1)삼성전자로부터의 배당수익과 AOCI 반영분을 제외한 보험사로써의 사업가치를 산출하고, (2)삼성전자의 기대 배당수익과 AOCI 반영분을 감안한 NAV를 55% 할인하여 지분가치를 산출하여 이를 합산함
- 연중 네 차례의 목표주가 변경 과정에서 동사의 사업가치는 6.7조원 증가했고(1월 15.3조원 → 5월 22.1조원), 삼성전자 지분가치는 20.4조원 증가(1월 19.9조원 → 5월 40.3조원). 이는 각각 주당 단가가 33,700원, 102,200원 상승하는 요인으로 작용

## NAV 할인율의 대폭 축소, 근거는 부족

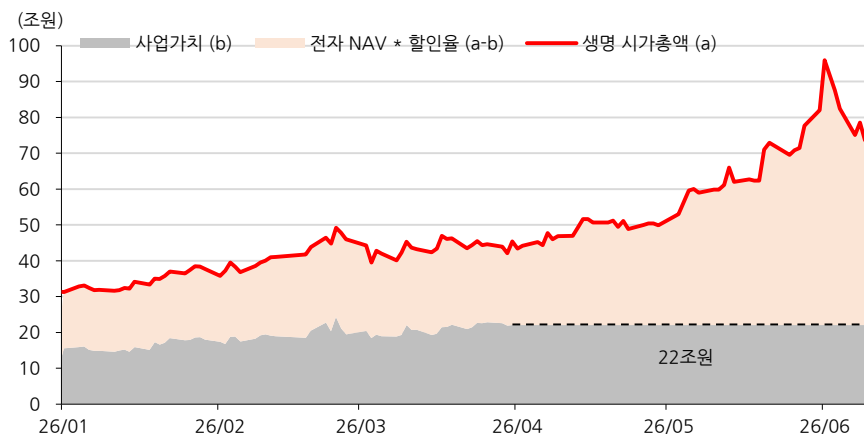
- 1Q26 말 이후, 특히 최근 한 달 사이에 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분가치의 NAV 할인율이 대폭 축소된 것으로 관찰됨
- (그림1) 당사가 사용한 대로 전자 지분가치에 대한 NAV 할인율을 55%로 고정한다면, 2분기 중 삼성생명의 주가 상승을 설명하기 위해 동사의 사업가치가 69% 증가해야 함
- (그림2) 당사가 지난 5월 목표주가 산정 당시 추정했던 대로 삼성생명의 사업가치를 22조원에 고정한다면, 2분기 중 삼성생명의 주가 상승을 설명하기 위해 전자 지분가치가 155% 증가해야 함. 동기간 삼성전자의 주가는 81% 상승함
- 삼성생명의 주가 상승을 설명하기 위해 사업가치의 대폭 증대를 가정하는 것은 비합리적이라고 판단. 따라서 시장에서 삼성전자 지분가치의 NAV 할인율을 축소 반영하였다고 추론함. (그림3) 이때 분기 중 사업가치를 고정한다면, 역산한 NAV 할인율은 55%에서 현재 37% 수준까지 하락한 것으로 산출 (할인율 저점: 6/2일 24%)
- 당사는 보유 지분으로부터 발생할 수 있는 비경상 이익(지분 매각익, 특별배당 등)을 다른 이익과 동등한 원칙으로 배분한 전례가 없고, 그런 계획을 밝힌 바도 없음. 당사는 여전히 NAV 할인율을 축소할 근거가 없다고 판단. 투자 접근 시 NAV 가치 부여에 대한 고민이 최우선으로 필요한 시점임

[그림1] 삼성전자 지분의 NAV 할인율을 55%로 고정: 1Q26 말 이후 사업가치가 69% 증가한 셈



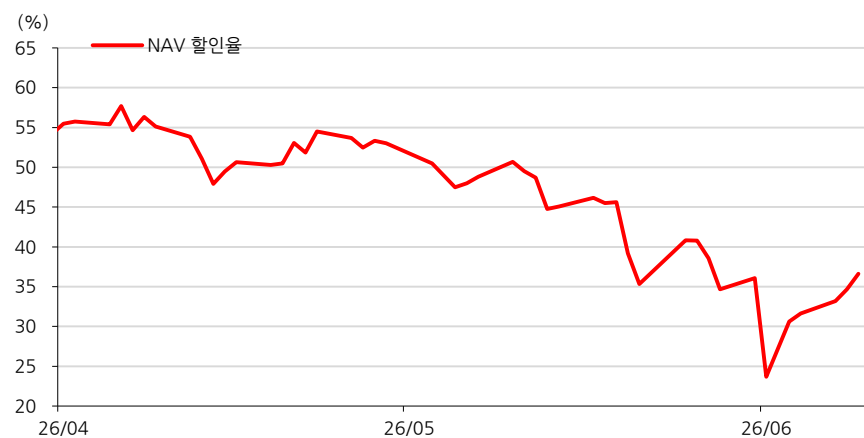
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 1Q26 말 이후 사업가치를 22 조원으로 고정: 시가총액 증가를 NAV 상승으로 설명



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업가치 고정의 case 로 역산한 전자 지분가치의 NAV 할인율



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[ Compliance Notice ]

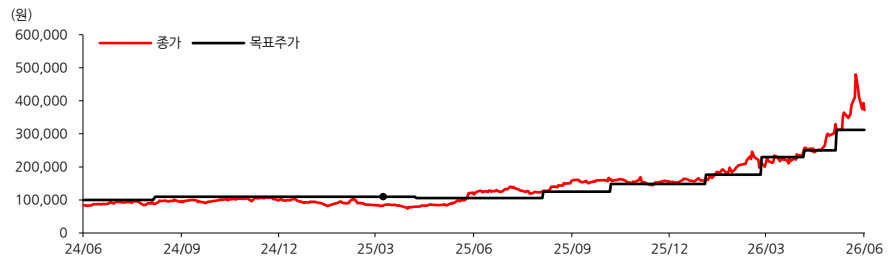
(공표일: 2026년 6월 11일)

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 3 자에게 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	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격		100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2024.11.18	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17	2025.05.19
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	106,000	106,000
일 시	2025.08.14	2025.10.16	2026.01.13	2026.02.23	2026.03.06	2026.04.15
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	125,000	148,000	176,000	176,000	230,000	250,000
일 시	2026.05.15	2026.06.11				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	312,000	312,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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%