Issue Comment

# 삼성생명 (032830)

# 새로운 가치평가 방식 필요

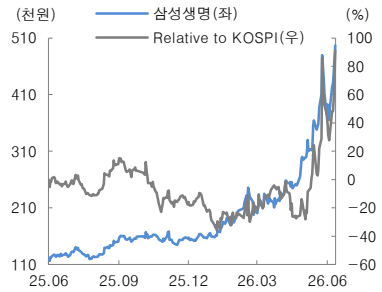

박혜진
hyejin.park@daishin.com

권용수RA
yongsu.kwon@daishin.com


| | |
|---|---|
| 투자의견 | Buy<br>매수, 상향 |
| 6개월 목표주가 | 590,000<br>상향 |
| 현재주가 (26.06.19) | 497,000 |
| | 보험업종 |

| | |
|---|---|
| KOSPI | 9,052.42 |
| 시가총액 | 99,400십억원 |
| 시가총액비중 | 1.49% |
| 자본금(보통주) | 100십억원 |
| 52주 최고/최저 | 497,000원 / 119,700원 |
| 120일 평균거래대금 | 1,128억원 |
| 외국인지분율 | 23.21% |
| 주요주주 | 삼성물산 외 7 인 43.56%<br>신세계 외 1 인 8.07% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 59.3 | 115.6 | 220.6 | 299.2 |
| 상대수익률 | 28.0 | 37.3 | 42.4 | 31.3 |




- 전자 지분가치 반영으로 연일 상승하는 주가, 합리적 가치 산정 필요
- SOTP방식으로 산출한 적정 기업가치 118조원
- 자회사 지분가치 절대적 부분이 삼성전자, 주가는 연동될 수밖에

## SOTP방식으로 산출한 목표주가 590,000원 제시

삼성전자의 Proxy로서 연일 상승하는 동사의 주가에 대해 이제 보험 본업으로만 기업가치를 산정하는 것은 한계가 있을 수 밖에 없으며, 실질에 기반한 기업가치를 제시하여 투자판단을 명확히 할 필요가 존재. 따라서 우리는 동사가 보유한 자회사 지분가치를 고려하여 SOTP Valuation을 적용할 필요성이 있다고 판단하여 상장사 지분가치와 비상장사 지분가치, 그리고 삼성생명 보험 본업에 대한 가치를 합산하여 새로운 목표주가인 590,000원을 제시함

상장사 가치에 대해서는 시가총액에 지분율을 감안하여 적용하였으며, 가장 관건인 전자 지분에 대해서는 주주 몫인 40%를 적용하여 산정하였음. 비상장사 지분가치는 2025년 12월말 Book Value로 산정하였으며, 보험 본업가치는 2026년~2028년 우리의 예상 순이익 평균에 PER 10x를 적용하여 산정하였음. 세 가지 부문의 합산으로 산정한 동사의 적정가치는 118조원이며 적정주가는 588,736원, 목표주가 590,000원 제시하여 6월 19일 종가 기준 20.4% 상승여력 남아있기 때문에 투자의견 Buy로 상향

## 지속가능한 영업가치와 자회사 지분가치 합산 적정 기업가치 118조원

동사의 보험 본업에 대한 지속 가능 순이익은 연간 2.5조원~2.6조원 수준이라고 판단함. '26년은 충당부채 일부가 투자이익으로 반영되어 연간 순이익 2.81조원 전망. 생명보험사의 주 수입원이었던 종신보험 및 CI보험의 CSM마진이 상대적으로 낮아 생/손보 할 것 없이 모든 보험사가 건강보험에 주력하여 경쟁 심화되고 있으나 동사는 대규모 전속 FC기반 판매채널 보유하여 생명보험사 가운데 건강보험 판매에 있어서는 가장 경쟁력 있다고 판단됨

그러나 보험 본업의 환경이 전술한대로 경쟁은 과열되고 성장은 제한되어 있는 가운데 전자 주가와 함께 끊임없이 상승하는 동사 주가에 대한 합리적인 Valuation이 필요한 상황. 동사의 시총은 이제 100조원에 육박하였는데, 우리는 전자를 포함한 상장사 지분가치 86조원, 비상장사 지분가치 3.8조원, 그리고 본업 영업가치 26.5조원, 순현금 1.74조원으로 동사의 적정가치를 118조원으로 산정하였음. 적정가치는 전자 주가 영향이 가장 크기 때문에 결국 동사 주가의 향방은 전자 주가에 연동될 수 밖에 없음

**영업실적 및 주요 투자지표** (단위: 십억원, 원, %)

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 보험손익 | 542 | 975 | 1,100 | 1,288 | 1,352 |
| 투자손익 | 3,265 | 3,011 | 3,906 | 3,596 | 3,748 |
| 순이익 | 2,107 | 2,303 | 2,814 | 2,540 | 2,604 |
| YoY | 11.2% | 9.3% | 22.2% | -9.7% | 2.5% |
| 기말 CSM | 13,081 | 13,453 | 13,602 | 13,948 | 14,236 |
| ROE | 6.86 | 3.67 | 1.50 | 1.34 | 1.37 |
| PBR | 0.61 | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.46 |
| PER | 8.83 | 13.10 | 31.40 | 34.78 | 33.92 |
| DPS | 4,500 | 5,300 | 6,000 | 6,600 | 7,260 |

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

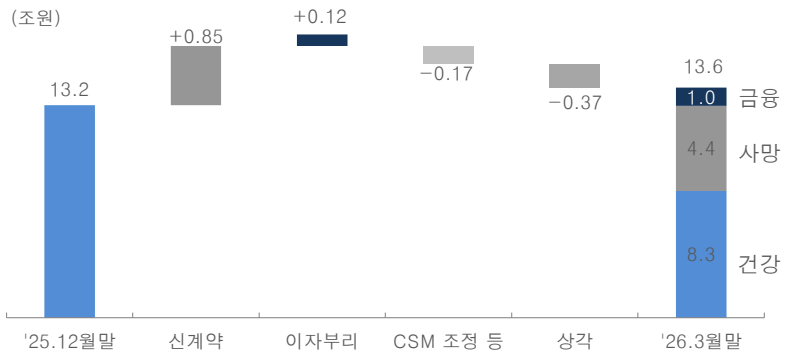
표 1. **삼성생명 SOTP Valuation**

(단위: %, 십억원, 주, 원)

| | | 지분율 | 시가총액 | 지분가치 | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| A | **상장사 지분가치** | | | **193,875** | **85,664** | |
| | 삼성증권 | 29.4 | 10,645 | 3,128 | 3,128 | |
| | 삼성카드 | 71.9 | 5,747 | 4,130 | 4,130 | |
| | 삼성화재 | 15.4 | 31,253 | 4,822 | 4,822 | |
| | 삼성화재우 | 0.0 | 1,284 | 0 | 0 | |
| | 삼성전자 | 8.5 | 2,119,276 | 180,350 | 72,140 | 주주 지분 40% 반영 |
| | 삼성전자우 | 0.0 | 183,342 | 18 | 18 | |
| | 호텔신라 | 7.3 | 2,261 | 165 | 165 | |
| | 에스원 | 5.3 | 2,706 | 144 | 144 | |
| | 삼성중공업 | 2.9 | 24,376 | 712 | 712 | |
| | iM 금융지주 | 3.5 | 2,779 | 98 | 98 | |
| | KCC | 4.5 | 4,580 | 205 | 205 | |
| | 삼성 FN 리츠 | 19.5 | 507 | 99 | 99 | |
| | 태영건설 | 0.4 | 523 | 2 | 2 | |
| B | **비상장사 지분가치** | | | | 3,815 | |
| | 북경삼성치업유한공사 | 90 | | 1,121 | 1,009 | |
| | 삼성노블라이프 | 100 | | 461 | 461 | BooK Value |
| | 삼성자산운용 | 100 | | 1,153 | 1,153 | |
| | 기타 | – | | 1,192 | 1,192 | |
| C | **영업가치** | | | | **26,528** | **지속가능 순이익 레벨(26~28 년 순이익 추정치 평균)x PER 10x 적용** |
| D | 순차입금 | | | | −1,739 | |
| | **적정가치** | | | | **117,747** | **A+B+C−D** |
| | 발행주식수 | | | | 200,000,000 | |
| | 적정주가 | | | | 588,736 | |
| | **목표주가** | | | | **590,000** | |
| | 현재주가 | | | | 490,000 | |
| | UPSIDE | | | | 20.4 | |

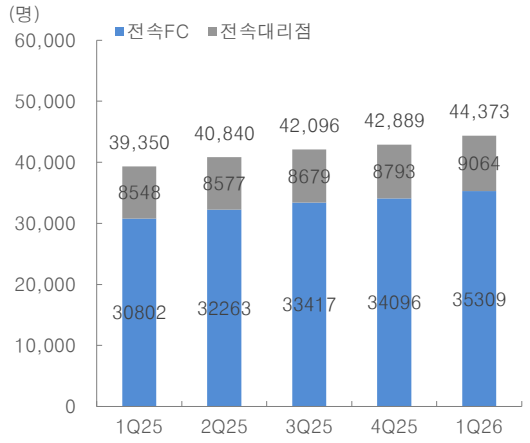
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. **삼성생명 CSM Movement**



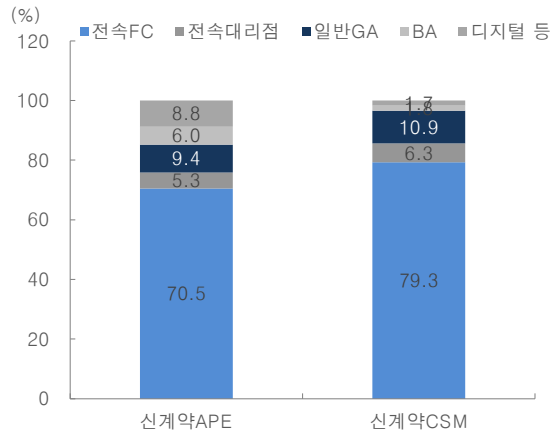

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 2. 삼성생명 전속채널 현황



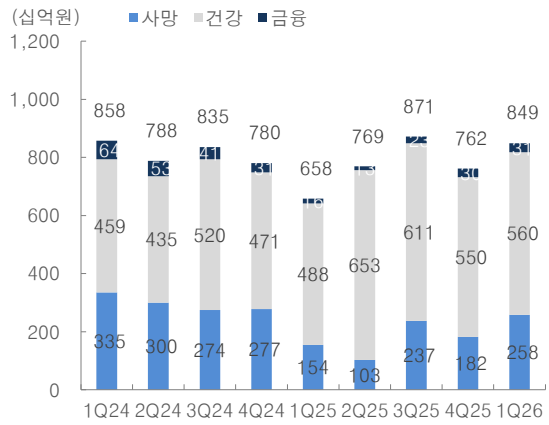

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 3. 삼성생명 채널별 신계약



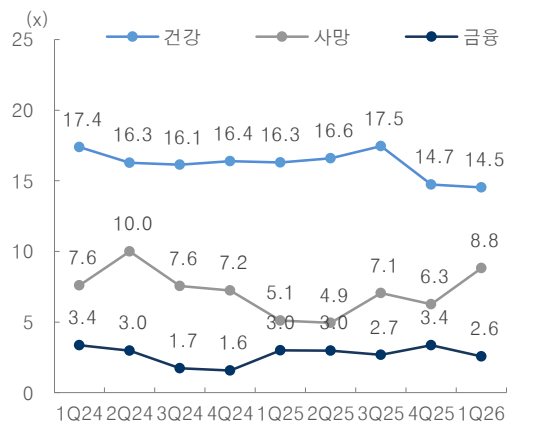

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 4. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



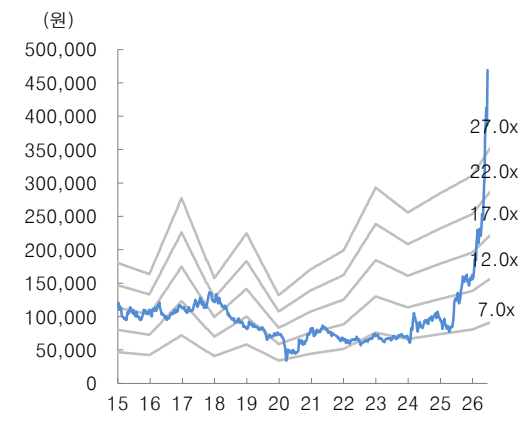

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 5. 삼성생명 상품별 CSM 배수



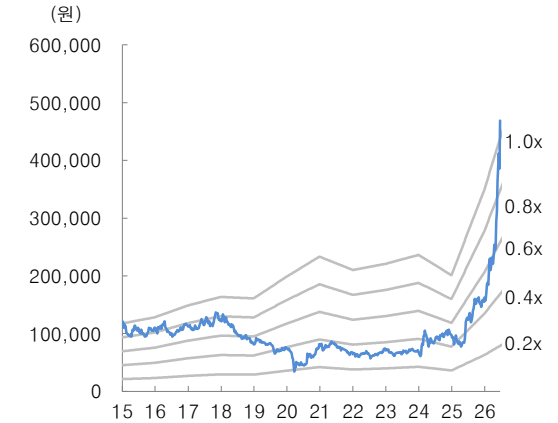

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 6. 삼성생명 PER 밴드




자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 그림 7. 삼성생명 PBR 밴드




자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## 재무제표

PL (단위: 십억원)

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 보험서비스손익 | 542 | 975 | 1,100 | 1,288 | 1,352 |
| CSM손익 | 849 | 1,122 | 1,417 | 1,529 | 1,593 |
| RA환입 | 321 | 346 | 349 | 349 | 349 |
| 예실차 | -208 | -161 | -301 | -245 | -245 |
| 기타 | -420 | -332 | -364 | -345 | -345 |
| 투자손익 | 2,272 | 2,022 | 2,723 | 2,295 | 2,316 |
| 일반보험 투자손익 | 890 | 818 | 1,357 | 826 | 717 |
| 자산손익 | 6,301 | 6,534 | 7,618 | 7,376 | 7,647 |
| 부담이자 | -5,410 | -5,716 | -5,224 | -5,069 | -5,220 |
| 변액보험 투자손익 | 190 | -100 | -160 | -100 | -100 |
| 퇴직보험 투자손익 | -79 | -26 | 79 | 79 | 79 |
| 연결/지분법 배당수익 | 279 | 341 | 415 | 389 | 389 |
| 연결효과 | 993 | 989 | 1,183 | 1,301 | 1,431 |
| 세전이익 | 2,814 | 2,996 | 3,823 | 3,583 | 3,668 |
| 법인세비용 | 553 | 545 | 863 | 896 | 917 |
| 당기순이익 | 2,260 | 2,452 | 2,961 | 2,687 | 2,751 |
| 지배지분연결 당기순이익 | 2,107 | 2,303 | 2,814 | 2,540 | 2,604 |

| Valuation | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| BPS | 171,141 | 349,293 | 1,046,723 | 1,053,891 | 1,060,772 |
| EPS | 11,732 | 12,824 | 15,670 | 14,146 | 14,503 |
| ROE | 6.86 | 3.67 | 1.50 | 1.34 | 1.37 |
| PBR | 0.61 | 0.48 | 0.47 | 0.47 | 0.46 |
| PER | 8.83 | 13.10 | 31.40 | 34.78 | 33.92 |
| DPS | 4,500 | 5,300 | 6,000 | 6,600 | 7,260 |
| 현금배당 | 808.1 | 951.7 | 1,077.4 | 1,185.2 | 1,303.7 |
| 배당성향 | 38.4 | 41.3 | 38.3 | 46.7 | 50.1 |
| 배당수익률 | 4.3 | 3.2 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |

| 증가율 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 보험서비스손익 | -62.6% | 79.9% | 12.9% | 17.1% | 5.0% |
| CSM손익 | -34.8% | 32.2% | 26.3% | 7.9% | 4.2% |
| 순이익 | 11.2% | 9.3% | 22.2% | -9.7% | 2.5% |
| 운용자산 | -2.7% | 15.7% | 9.9% | 3.5% | 3.5% |
| CSM | 5.6% | 2.8% | 1.1% | 2.5% | 2.1% |
| 자본총계 | -26.2% | 98.0% | 205.2% | 0.7% | 0.7% |

BS (단위: 십억원)

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 일반계정 운용자산 | 213,790 | 247,285 | 271,842 | 281,420 | 291,382 |
| 현예금 | 1,629 | 1,690 | 1,792 | 1,865 | 1,941 |
| 금융자산 | 199,651 | 232,551 | 257,533 | 266,989 | 276,825 |
| - FVPL | 21,372 | 22,856 | 23,887 | 24,857 | 25,867 |
| - FVOCI | 145,684 | 181,713 | 206,294 | 214,670 | 223,387 |
| - FVAC | 32,595 | 27,983 | 27,352 | 27,462 | 27,572 |
| 지분법적용 주식 등 | 8,595 | 9,671 | 9,204 | 9,240 | 9,277 |
| 부동산 등 | 3,915 | 3,372 | 3,313 | 3,326 | 3,339 |
| 변액자산 | 25,795 | 28,962 | 29,930 | 29,942 | 29,954 |
| 퇴직자산 | 29,829 | 28,505 | 28,327 | 28,338 | 28,350 |
| 연결조정 | 42,806 | 45,934 | 48,285 | 48,285 | 48,285 |
| 자산 計 | 312,219 | 350,686 | 378,383 | 387,985 | 397,971 |
| 보험부채 | 203,097 | 202,007 | 194,808 | 200,270 | 207,299 |
| BEL | 186,948 | 185,286 | 177,856 | 182,973 | 189,714 |
| CSM | 13,081 | 13,453 | 13,602 | 13,948 | 14,236 |
| RA | 2,980 | 3,179 | 3,261 | 3,261 | 3,261 |
| 기타 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 투자계약부채 | 30,298 | 29,166 | 28,257 | 28,268 | 28,280 |
| 계약자지분조정 | 7,298 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이연법인세부채 | 2,718 | 14,523 | 21,435 | 21,435 | 21,435 |
| 연결조정 등 | 36,068 | 40,154 | 45,032 | 45,032 | 45,032 |
| 부채 計 | 279,481 | 285,850 | 289,531 | 295,004 | 302,045 |
| 자본금 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 자본잉여금 | 125 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 이익잉여금 | 19,420 | 21,085 | 22,750 | 24,105 | 25,405 |
| 자본조정 | -2,117 | -2,117 | -2,117 | -2,117 | -2,117 |
| 기타포괄손익 누계액 | 13,205 | 43,531 | 177,000 | 177,000 | 177,000 |
| 금융자산 평가손익 | 6,000 | 6,000 | 6,000 | 6,000 | 6,000 |
| 전자주식 | 18,000 | 21,000 | 170,000 | 170,000 | 170,000 |
| 채권 | -12,000 | -3,000 | -12,000 | -12,000 | -12,000 |
| 기타포괄 보험금융손익 | 7,205 | 37,531 | 13,000 | 13,000 | 13,000 |
| 비지배지분 | 2,005 | 2,111 | 2,075 | 2,075 | 2,075 |
| 자본 計 | 32,738 | 64,835 | 197,858 | 199,213 | 200,514 |
| 지배주주 자기자본 | 30,733 | 62,724 | 187,965 | 189,252 | 190,488 |

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

## [Compliance Notice]

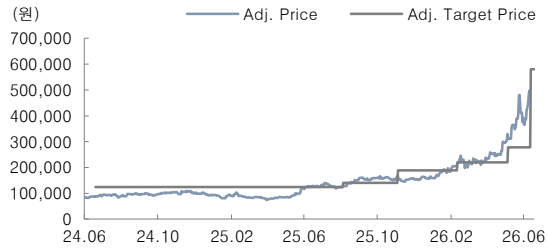
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권용수)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 삼성생명(032830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용




| 제시일자 | 26.06.22 | 26.05.15 | 26.04.17 | 26.02.20 | 26.01.26 | 26.01.19 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | Buy | Marketperfor | Marketperfor | Marketperfor | Marketperfor | Marketperform |
| 목표주가 | 590,000 | 278,000 | 220,000 | 220,000 | 189,000 | 189,000 |
| 괴리율(평균,%) | | | 9.93 | 2.81 | (11.67) | (16.30) |
| 괴리율(최대/최소,%) | | | (10.23) | 17.27 | 10.58 | (2.06) |
| 제시일자 | 25.12.02 | 25.12.01 | 25.11.28 | 25.11.13 | 25.10.28 | 25.08.14 |
| 투자의견 | Marketperform | Marketperfor | Marketperfor | Marketperfor | Buy | Buy |
| 목표주가 | 189,000 | 189,000 | 189,000 | 189,000 | 140,000 | 140,000 |
| 괴리율(평균,%) | (17.40) | (20.58) | (20.76) | (20.93) | 9.49 | 8.89 |
| 괴리율(최대/최소,%) | (9.74) | (18.62) | (18.73) | (18.73) | (8.93) | 19.29 |
| 제시일자 | 25.07.27 | 25.06.30 | 25.06.27 | 25.06.23 | 25.05.16 | 25.05.14 |
| 투자의견 | Buy | 6개월 경과 | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 |
| 괴리율(평균,%) | (0.84) | 5.43 | (25.51) | (25.97) | (26.95) | (30.61) |
| 괴리율(최대/최소,%) | (4.24) | (0.88) | (41.12) | (41.12) | 2.32 | (17.12) |
| 제시일자 | 25.04.24 | 25.03.18 | 25.02.20 | 25.02.16 | 25.01.16 | 25.01.10 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 | 125,000 |
| 괴리율(평균,%) | (30.58) | (30.33) | (27.87) | (26.33) | (27.16) | (25.49) |
| 괴리율(최대/최소,%) | (17.12) | (17.12) | (17.12) | (17.12) | (22.72) | (23.84) |

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:26.06.17)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|---|---|---|---|
| 비율 | 90.4% | 9.6% | 0.0% |

**산업 투자의견**

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상