

삼성생명 (032830)

박혜진

권용수RA

hyejin.park@daishin.com

yongsukwon@daishin.com

투자의견

Buy

매수, 유지

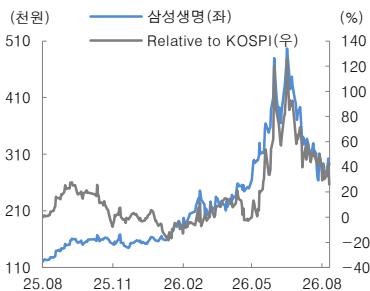
6개월
목표주가440,000
하향현재주가
(26.08.13)

291,500

보험업종

KOSPI	6,813.34
시가총액	58,300십억원
시가총액비중	0.88%
자본금(보통주)	100십억원
52주 최고/최저	497,000원 / 125,300원
120일 평균거래대금	1,478억원
외국인지분율	23.44%
주요주주	삼성물산 외 7 인 43.56% 신세계 외 1 인 8.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.6	-4.7	41.8	132.6
상대수익률	-10.7	9.7	14.7	10.1



영업가치는 견조하나 막을 수 없는 지분가치 하락

- 2분기 손해를 상승으로 보험손익 부진하나 투자손익으로 만회
- 신계약 및 배수는 업계와 탄탄, 전속 기반으로 승승장구
- 영업가치 견조하나 지분가치 하락으로 목표주가 하향

투자의견 Buy 유지하나 목표주가 440,000원으로 하향

우리는 지난 자료에서 전자 주가에 비례하여 연일 상승하는 동사 주가에 대해 새로운 Valuation 방법이 필요하며, 상장사, 비상장사의 지분가치와 영업가치를 반영한 적정 시가총액을 118조원으로 제시한 바 있음. 그러나 이후 전자를 비롯한 증권, 화재, 카드 등의 주가가 하락하여 이를 반영하여 목표주가를 440,000원으로 하향함. 그러나 투자의견은 Buy를 유지하는데, 업계에서 가장 강력한 전속채널을 보유하고 있고, 이를 기반으로 사측이 원하는 포트폴리오 구성이 가능하기 때문. 최근 마진이 상승하고 있는 종신보험 판매를 크게 확대시킬 수 있는 것은 이런 강점 때문

2Q26 지배주주 순이익 6,899억원(QoQ -42.7%, YoY -9.1%)

2분기 순이익은 컨센서스를 9% 하회. 투자손익은 약진하였으나 보험손익이 개선되지 못했기 때문. 예실차와 기타보험 손실이 지속되어 보험손익은 2,766억원(QoQ +7.8%, YoY -50%) 기록. 손해율이 86%로 1분기에 이어 상승하는 추세인데, 당 분기는 사망담보 손해율이 전 분기 대비 5%p 상승한 영향. 신계약 CSM은 8,690억원(QoQ +2.4%, YoY +13.1%)으로 종신보험 매출 자체가 크게 증가하였고, 배수는 건강보험 및 사망보장 모두 상승한 영향. 금리 상승함에 따라 종신보험 마진이 상승하였고, 환급형 종신 수요가 증가했기 때문. 2분기 업계 전반적으로 신계약 매출이 다소 부진한 가운데 동사는 국내 보험사 가운데 전속 채널 경쟁력이 가장 높기 때문에 매출 자체는 순조롭게 발생하는 것으로 보임

투자손익 5,851억원(QoQ -54%, YoY -28.3%) 기록. 평가 및 처분손실 1,570억원 발생하여 일반보험 투자손익은 부진하였으나 화재, 증권 실적 크게 개선되면서 자회사 및 연결효과 6,840억원으로 크게 증가하여 평분기를 상회하는 실적을 달성. 최근 증가폭이 가파른 해약환급금준비금은 6월말 3.1조원으로 3월말 대비 1.5조원 가량 증가. 신계약 증가 영향 5,000억원, 금리 상승에 따른 변액보험 부담비용 증가 9,000억원 반영. 계리적가정 선진화 영향으로 동사 추정보다 보수적 가정으로 변경되어 조정액 -5,400억원 반영

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	542	975	970	1,319	1,412
투자손익	3,265	3,011	4,238	4,196	4,137
순이익	2,107	2,303	2,848	2,795	2,701
YoY	11.2%	9.3%	23.7%	-1.9%	-3.4%
기말 CSM	13,081	13,453	13,449	13,744	13,966
ROE	6.86	3.67	1.56	1.51	1.45
PBR	0.61	0.48	0.29	0.28	0.28
PER	8.83	13.10	18.38	18.73	19.38
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		139,030	56,405	
	삼성증권	29.4	8,314	2,443	
	삼성카드	71.9	5,457	3,921	
	삼성화재	15.4	28,039	4,326	
	삼성화재우	0.0	1,204	0	
	삼성전자	8.5	1,493,724	127,116	주주 지분 35% 반영
	삼성전자우	0.0	149,321	15	
	호텔신라	7.3	1,729	126	
	에스원	5.3	2,926	156	
	삼성중공업	2.9	19,140	559	
	iM 금융지주	3.5	2,661	94	
	KCC	4.5	3,901	175	
	삼성 FN 리츠	19.5	492	96	
	태영건설	0.4	490	2	
B	비상장사 지분가치			3,815	
	북경삼성치업유한공사	90	1,121	1,009	Book Value
	삼성노블라이프	100	461	461	
	삼성자산운용	100	1,153	1,153	
	기타	-	1,192	1,192	
C	영업가치			26,528	지속가능 순이익 레벨(26~28년 순이익 추정치 평균)× PER 10x 적용
D	순차입금			-1,739	
	적정가치			88,487	A+B+C-D
	발행주식수			200,000,000	
	적정주가			442,437	
	목표주가			440,000	
	현재주가			290,000	
	UPSIDE			51.7%	

자료: 대신증권 리서치센터

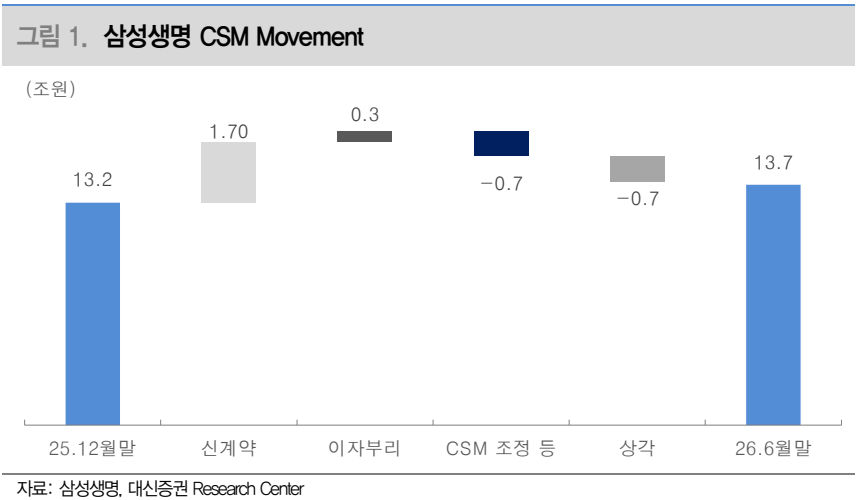
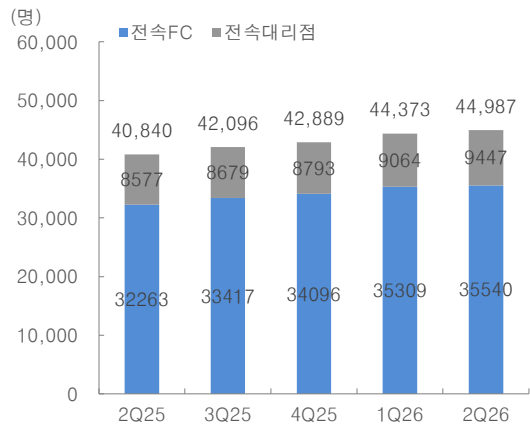
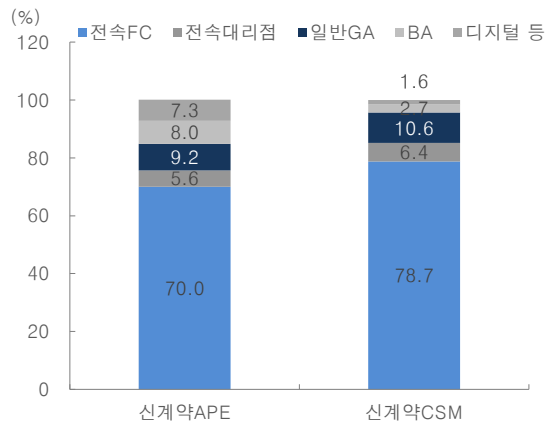


그림 2. 삼성생명 전속채널 현황



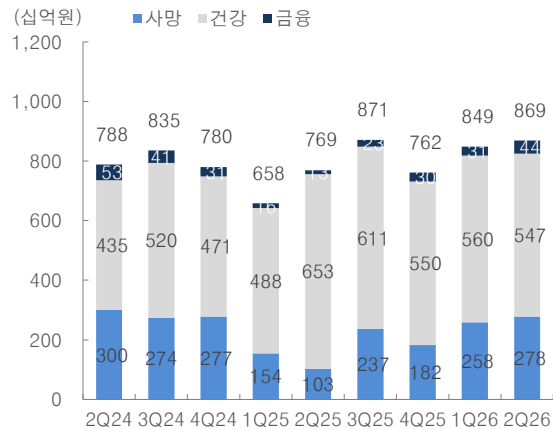
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성생명 채널별 신계약



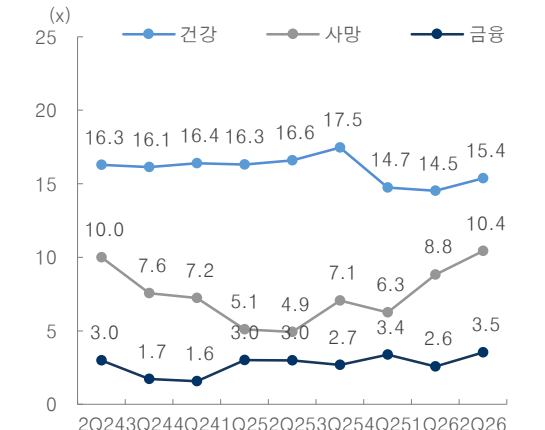
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성생명 담보별 신계약 CSM



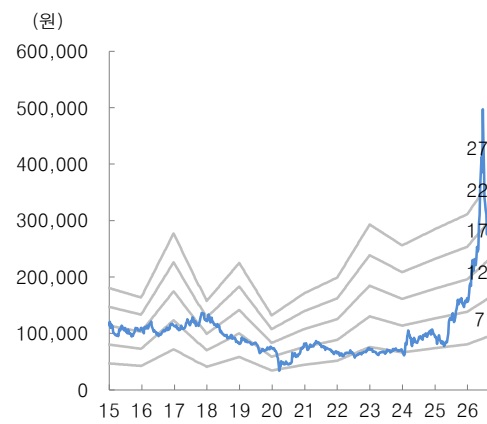
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성생명 상품별 CSM 배수



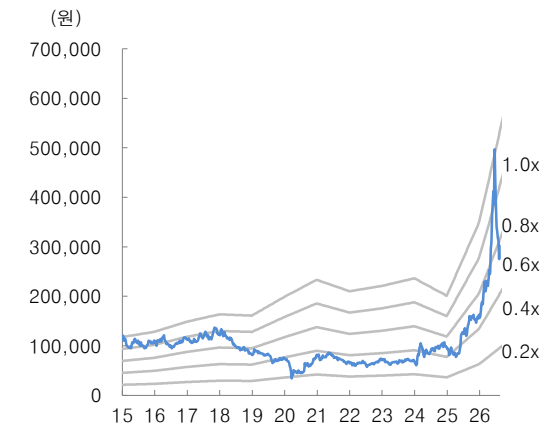
자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 6. 삼성생명 PER 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼성생명 PBR 밴드



자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

재무제표

PL						(단위: 십억원)					BS					(단위: 십억원)							
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험서비스손익	542	975	970	1,319	1,412	일반계정	213,790	247,285	1,030,855	1,061,113	1,092,554	일반계정	213,790	247,285	1,030,855	1,061,113	1,092,554	운용자산	213,790	247,285	1,030,855	1,061,113	1,092,554
CSM손익	849	1,122	1,349	1,558	1,651	현예금	1,629	1,690	351,735	366,016	380,878	현예금	1,629	1,690	351,735	366,016	380,878	금융자산	199,651	232,551	644,933	660,773	677,214
RA환입	321	346	351	351	351	- FVPL	21,372	22,856	338,395	352,135	366,433	- FVPL	21,372	22,856	338,395	352,135	366,433	- FVOCI	145,684	181,713	23,812	24,779	25,786
예실차	-208	-161	-323	-245	-245	- FVAC	32,595	27,983	282,726	283,859	284,996	- FVAC	32,595	27,983	282,726	283,859	284,996	지분법적용	8,595	9,671	26,274	26,380	26,485
기타	-420	-332	-407	-345	-345	주식 등	3,915	3,372	7,912	7,944	7,976	주식 등	3,915	3,372	7,912	7,944	7,976	부동산 등	25,795	28,962	3,331	3,332	3,334
투자손익	2,272	2,022	2,794	2,608	2,390	변액자산	29,829	28,505	37,757	37,772	37,788	변액자산	29,829	28,505	37,757	37,772	37,788	퇴직자산	42,806	45,934	27,987	27,987	27,987
일반보험	890	818	1,091	826	449	연결조정	312,219	350,686	1,099,930	1,130,205	1,161,662	연결조정	312,219	350,686	1,099,930	1,130,205	1,161,662	자산	203,097	202,007	206,264	215,501	232,637
투자손익	6,301	6,534	12,651	18,334	18,788	보험부채	186,948	185,286	175,594	184,536	201,450	보험부채	186,948	185,286	175,594	184,536	201,450	BEI	13,081	13,453	13,449	13,744	13,966
부담이자	-5,410	-5,716	-5,338	-5,015	-5,298	CSM	2,980	3,179	13,991	13,991	13,991	CSM	2,980	3,179	13,991	13,991	13,991	RA	89	89	3,230	3,230	3,230
변액보험	190	-100	-220	-100	-100	기타	30,298	29,166	89	89	89	기타	30,298	29,166	89	89	89	투자계약부채	7,298	0	27,757	27,757	27,757
투자손익	-79	-26	98	105	105	계약자지분조정	2,718	14,523	44,800	44,800	44,800	계약자지분조정	2,718	14,523	44,800	44,800	44,800	이연법인세부채	36,068	40,154	47,631	47,631	47,631
퇴직보험	279	341	431	389	389	연결조정 등	279,481	285,850	326,541	335,778	352,914	연결조정 등	279,481	285,850	326,541	335,778	352,914	부채	100	100	100	100	100
배당수익	993	989	1,444	1,588	1,747	부채	100	100	100	100	100	부채	100	100	100	100	100	자본금	125	125	125	125	125
세전이익	2,814	2,996	3,764	3,926	3,801	자본잉여금	19,420	21,085	22,784	24,394	25,792	자본잉여금	19,420	21,085	22,784	24,394	25,792	이익잉여금	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117	-2,117
법인세비용	553	545	767	982	950	자본조정	13,205	43,531	171,824	171,824	171,824	자본조정	13,205	43,531	171,824	171,824	171,824	기타포괄손익	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
당기순이익	2,260	2,452	2,997	2,945	2,851	기타포괄손익	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	기타포괄손익	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	누계액	18,000	21,000	60,000	60,000	60,000
지배지분연결	2,107	2,303	2,848	2,795	2,701	전자주식	-12,000	-3,000	-12,000	-12,000	-12,000	전자주식	-12,000	-3,000	-12,000	-12,000	-12,000	채권	7,205	37,531	117,824	117,824	117,824
당기순이익						기타포괄	2,005	2,111	2,118	2,118	2,118	기타포괄	2,005	2,111	2,118	2,118	2,118	비지배지분	32,738	64,835	192,716	194,326	195,724
Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E	보험금손익	30,733	62,724	183,080	184,610	185,938	보험금손익	30,733	62,724	183,080	184,610	185,938	자본					
BPS	171,141	349,293	1,019,522	1,028,039	1,035,433	투자손익						투자손익						지배주주					
EPS	11,732	12,824	15,861	15,565	15,044	배당수익률						배당수익률						자기자본					
ROE	6.86	3.67	1.56	1.51	1.45																		
PBR	0.61	0.48	0.29	0.28	0.28																		
PER	8.83	13.10	18.38	18.73	19.38																		
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	37.8	42.4	48.3																		
배당수익률	4.3	3.2	2.1	2.3	2.5																		
증가율	2024	2025	2026E	2027E	2028E																		
보험서비스손익	-62.6%	79.9%	-0.5%	36.0%	7.1%																		
CSM손익	-34.8%	32.2%	20.2%	15.5%	6.0%																		
순이익	11.2%	9.3%	23.7%	-1.9%	-3.4%																		
운용자산	-2.7%	15.7%	316.9%	2.9%	3.0%																		
CSM	5.6%	2.8%	0.0%	2.2%	1.6%																		
자본총계	-26.2%	98.0%	197.2%	0.8%	0.7%																		

자료: 삼성생명, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

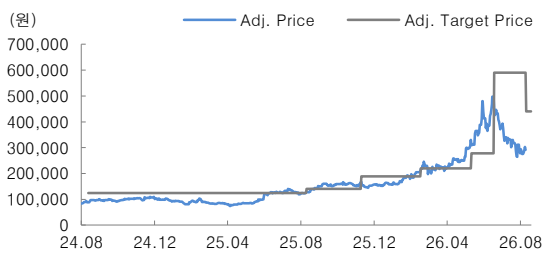
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박혜진, 권웅수)

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	26.08.14	26.06.22	26.05.15	26.04.17	26.02.20	26.01.26
투자의견	Buy	Buy	Marketperfor	Marketperfor	Marketperfor	Marketperform
목표주가	440,000	590,000	278,000	220,000	220,000	189,000
과리율(평균%)		(43.25)	41.64	9.93	2.81	(11.67)
과리율(최대/최소%)		(24.24)	12.23	(10.23)	17.27	10.58
제시일자	26.01.19	25.12.02	25.12.01	25.11.28	25.11.13	25.10.28
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	189,000	189,000	189,000	189,000	189,000	140,000
과리율(평균%)	(16.30)	(17.40)	(20.58)	(20.76)	(20.93)	9.49
과리율(최대/최소%)	(2.06)	(9.74)	(18.62)	(18.73)	(18.73)	(8.93)
제시일자	25.08.14	25.07.27	25.07.10	25.06.27	25.06.23	25.05.16
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	8.89	(0.84)	7.09	(23.59)	(26.01)	(27.06)
과리율(최대/최소%)	19.29	(4.24)	2.56	(41.12)	(41.12)	2.32
제시일자	25.05.14	25.04.24	25.03.18	25.02.20	25.02.16	25.01.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과리율(평균%)	(31.06)	(31.04)	(30.84)	(28.29)	(26.61)	(27.76)
과리율(최대/최소%)	(17.12)	(17.12)	(17.12)	(17.12)	(17.12)	(22.72)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:26.08.11)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(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