



삼성생명 (032830)

사업가치 감소로 목표주가 하향

▶ Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

Hold (유지)

목표주가(하향): 336,000원

현재 주가(8/13)	291,500원
상승여력	18.7%
시가총액	583,000억원
발행주식수	200,000천주
52 주 최고가 / 최저가	497,000 / 125,300원
90 일 일평균 거래대금	1,837.79억원
외국인 지분율	23.4%

주주 구성	
삼성물산 (외 8 인)	43.6%
자사주 (외 1 인)	10.2%
신세계 (외 2 인)	8.1%

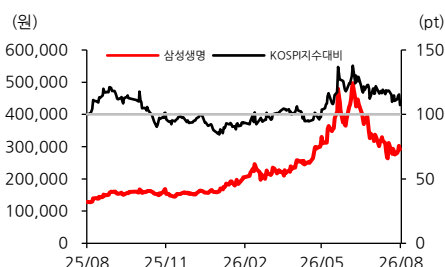
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.6	-4.7	41.8	132.6
상대수익률(KOSPI)	-10.7	8.4	18.1	21.3

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	542	975	894	1,195
투자손익	1,264	1,049	878	1,217
영업이익	1,806	2,024	1,772	2,412
지배순이익	2,107	2,303	2,723	2,473
CSM (*)	12,139	12,513	13,590	14,745
수정 EPS	11,732	12,824	15,166	13,772
수정 BPS	194,950	292,919	502,098	497,069
수정 PER	8.1	12.3	19.2	21.2
수정 PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
수정 ROE	5.1	5.3	3.8	2.8
배당수익률	4.7	3.4	2.3	2.3

*보유수 순부채 기준

주가 추이



삼성생명은 별도 기준 어닝 쇼크를 기록했습니다. 사업가치 감소를 반영해 목표주가를 하향합니다. 보유 지분으로부터의 특별이익에 명확한 정책은 여전히 제시되지 않아, NAV 할인율 조정을 통한 판단이 유효합니다.

2Q26 지배 순이익 6,899억원(-9% YoY), 기대치 하회

삼성생명의 2Q26 연결 지배 순이익은 6,899억원(-9% YoY)으로 당사 추정치와 시장 기대치를 각각 16%, 9% 하회. 이는 연결 대상 이익이 기대 이상으로 반영된 결과로, 별도 영업이익은 추정치와 컨센서스를 60% 이상 하회함. 보험금 예실차가 부진했고, 특별계정 투자손실이 크게 나타난 결과. 2Q26 보험손익은 2,766억원(-50% YoY)으로 감소해 추정을 25% 하회. 손해율이 생존과 사망담보 공히 상승하면서 보험금 예실차가 추정 대비 800억원 부진하였음. 2Q26 투자손익은 -923억원(적자전환 YoY), 일반계정 기준 -86억원(적자전환 YoY)으로 부진. 본질 성과인 이자+배당-부담이자에는 예상과 유사했으나, 자산시장 변동성으로 나타난 변액 해지 손실 850억원이 일반계정에 반영되고 특별계정 투자손익도 -840억원으로 적자전환되며 손익이 악화됨. 신계약 CSM은 보장성 APE가 11% QoQ 감소했으나 마진배수가 2개월 개선되면서 2% QoQ 증가. 계리감독 가이드 반영에 의해 CSM 잔액은 기중조정이 평가보다 크게(계리감독 가이드 -4,000억원, 연금 공시이율 하락 +1,300억원, 해지차 -1,950억원 등으로 -5,220억원) 반영되면서 2% QoQ 증가에 그침

사업가치 감소로 목표주가 하향

삼성생명의 본업인 별도 실적에서 어닝 쇼크를 야기한 것은 투자였지만 이는 일회성 요인에 가까움. 향후 전망치의 변동은 예실차 악화에 따른 보험손익 하향에서 주로 발생. 당분기 실적 부진과 높은 발생보험금 증가세를 반영해 동사의 이익 추정치를 2026년 7%, 2027년 6% 하향 조정함. 직전 보고서 대비 사업가치가 3.2조원 감소한 반면 전자 지분가치가 1.3조원 증가한 점을 감안해 목표주가를 3% 하향 조정함. 삼성전자로부터 예상되는 대규모 특별이익에 대해 명확한 환원 정책을 밝히지 않는 데 따라, 해당 기대를 추정치가 아닌 NAV 할인율에 반영하는 방식을 유지하였음. 현 주가에서 상승여력이 제한적이므로 투자 의견 Hold를 유지함

[표1] 삼성생명의 목표주가 산출식

(단위: %, 배, 원)

(a)~(h) → 보유 삼성전자 지분 영향 제거		
구분	삼성생명	설명
자기자본비용 (CoE)	10.8	
무위험수익률	3.1	최근 3년간 국고채 3년물 금리의 일평균
Risk Premium	7.1	최근 3년간 시장 fwd PER 역수의 일평균
Beta (β)	1.1	회사별 1년 기준 beta
Average ROE	14.7	회사별 향후 3개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	
이론적 PBR	1.36	
할증률 (할인률)	-30.0	Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	0.95	
수정 BPS	99,316	회사별 12개월 forward 수정 BPS
보험 사업가치 (십억원)	18,858	목표 PBR*수정 BPS*발행주식수
전자 지분가치 (십억원)	48,434	세후 주주 가치에 40% 할인 적용
적정 시가총액 (십억원)	67,292	사업가치+지분가치
목표주가	336,000	
조정률	-2.9	
현 주가	291,500	
상승여력	15.3	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 투자지표 추정치 변동

(단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
지배주주 순이익	2,723	2,473	2,942	2,638	-7.4	-6.3
수정 EPS	15,166	13,772	16,381	14,691	-7.4	-6.3
수정 BPS	502,098	497,069	501,736	497,329	0.1	-0.1
수정 ROE	3.8	2.8	4.1	2.9	-0.3	-0.2

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 삼성전자 지분가치에 대한 NAV 할인율 추이



주: 사업가치를 실적발표 이전까지 22조원으로, 이번 실적발표일 하향된 20조원으로 적용하여 역산함

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 삼성생명의 2Q26 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %)

	2Q26P	2Q25	YoY	1Q26	QoQ	2Q26E	차이	컨센서스	차이
보험손익	276.6	553.5	-50.0	256.5	7.8	368.7	-25.0	n/a	n/a
투자손익	-92.3	142.2	적전	689.0	적전	219.0	적전	n/a	n/a
영업이익	184.3	695.6	-73.5	945.5	-80.5	587.7	-68.6	525.4	-64.9
당기순이익	176.1	496.8	-64.6	1,142.1	-84.6	442.5	-60.2	398.7	-55.8
(연결)지배주주 순이익	689.9	758.9	-9.1	1,203.6	-42.7	818.3	-15.7	757.9	-9.0

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

자료: 삼성생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 삼성생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표

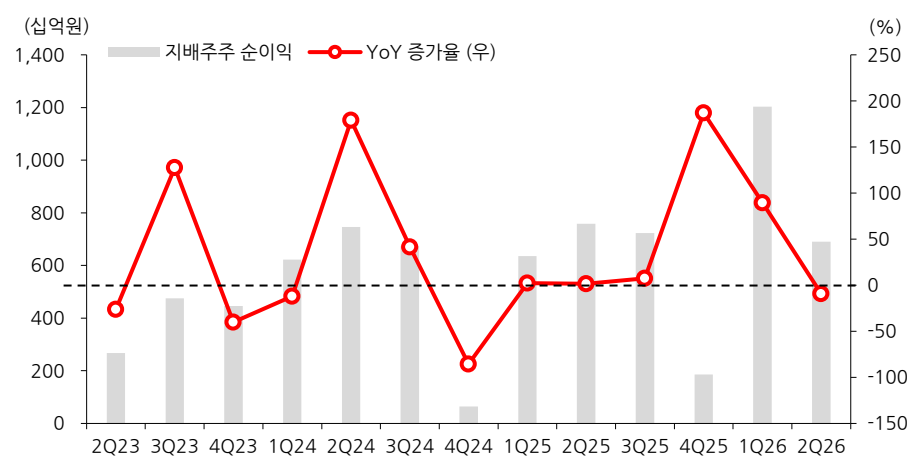
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	278	553	262	-118	256	277	7.8	-50.0
일반/VFA 모형	300	583	296	-66	276	308	11.8	-47.1
예실차	-92	32	-115	-209	-134	-99	적지	적전
보험금*	-109	-10	-135	-142	-75	-89	적지	적지
사업비	16	42	20	-68	-59	-10	적지	적전
RA 변동	82	81	87	85	85	87	2.9	7.2
CSM 상각	344	367	363	342	351	356	1.3	-3.1
손실계약관련	-63	75	-73	-297	-63	-68	적지	적전
기타	29	27	33	13	37	33	-11.8	22.5
기타사업비	22	29	34	53	19	32	63.7	9.1
투자손익	534	142	251	122	689	-92	적전	적전
일반계정	523	133	298	205	1,206	-9	적전	적전
특별계정	12	9	-47	-83	-517	-84	적지	적전
보험금융손익	-1,898	-2,945	-2,606	-3,026	-2,886	-9,779	적지	적지
일반계정	-1,435	-1,422	-1,430	-1,429	-1,419	-1,431	적지	적지
특별계정	-462	-1,524	-1,176	-1,596	-1,467	-8,348	적지	적지
투자서비스손익	2,432	3,088	2,857	3,148	3,575	9,686	170.9	213.7
일반계정	1,958	1,555	1,728	1,634	2,625	1,423	-45.8	-8.5
특별계정	474	1,533	1,129	1,514	950	8,264	769.9	439.1
영업이익	812	696	512	4	945	184	-80.5	-73.5
영업외이익	-4	-42	11	18	452	25	-94.4	흑전
세전이익	808	654	523	21	1,397	210	-85.0	-67.9
당기순이익	704	497	409	90	1,142	176	-84.6	-64.6
(연결)지배주주 순이익	635	759	723	186	1,204	690	-42.7	-9.1
AUM	247,993	247,654	262,019	275,326	292,733	372,151	27.1	50.3
투자서비스손익(일반계)	1,958	1,555	1,728	1,634	2,625	1,423	-45.8	-8.5
Yield	3.2	2.5	2.7	2.4	3.7	1.7	-2.0	-0.8
CSM (보유 순부채)	12,494	13,004	13,304	12,513	12,947	13,161	1.7	1.2
CSM 상각	344	367	363	342	351	356	1.3	-3.1
단순상각률	11.0	11.3	10.9	10.9	10.8	10.8	-0.0	-0.5
신계약 CSM (원수)	658	769	871	762	849	869	2.4	13.1
전체 APE	872	831	1,002	912	943	846	-10.2	1.9
단순마진 (개월)	9.1	11.1	10.4	10.0	10.8	12.3	1.5	1.2

주: 지배주주 순이익 외 별도 기준

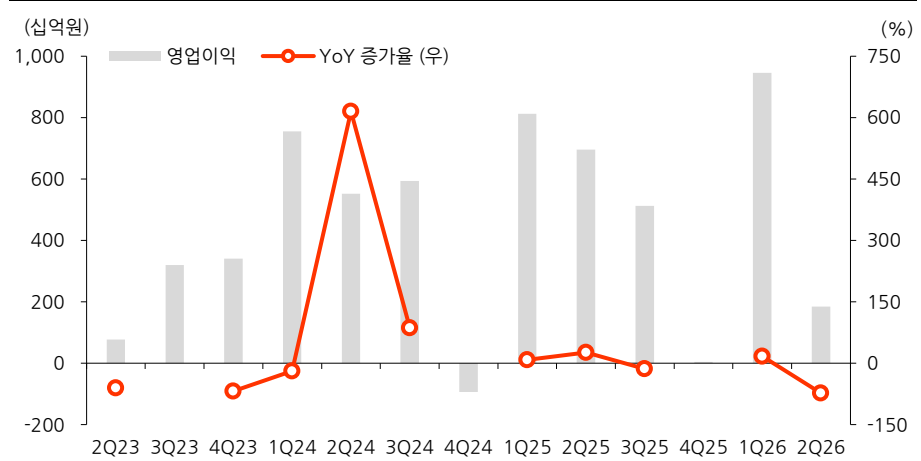
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성생명의 분기별 지배주주 순이익 및 증가율



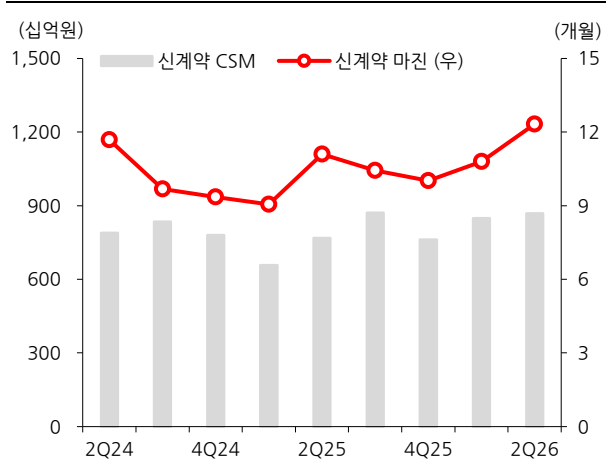
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성생명의 분기별 별도 영업이익 및 증가율



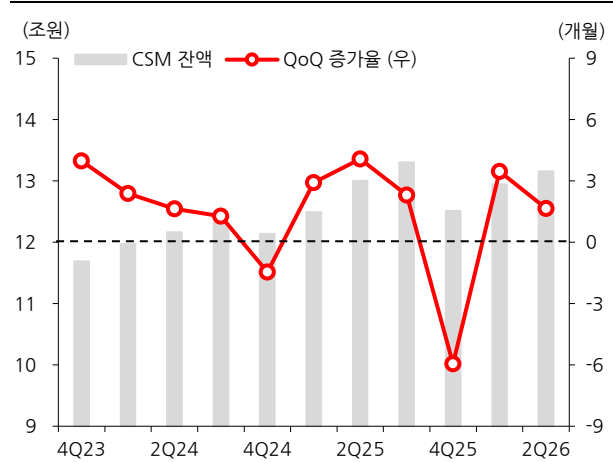
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성생명의 신계약 CSM 및 마진배수



자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

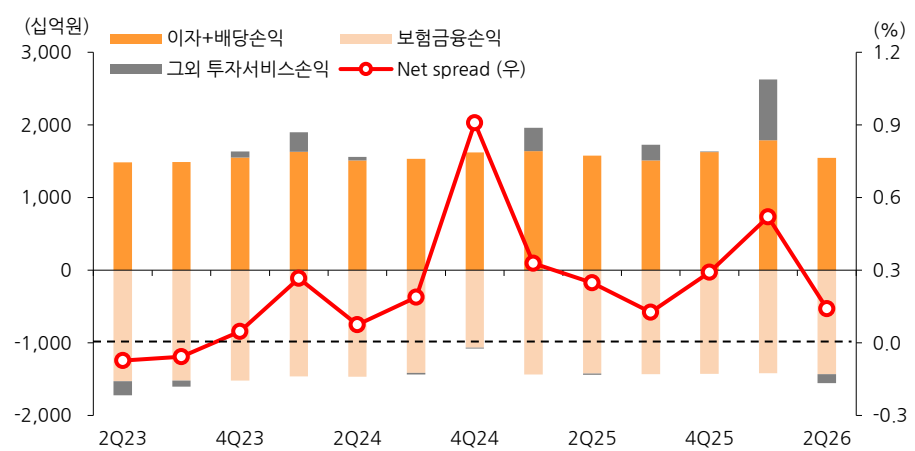
[그림5] 삼성생명의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준

자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

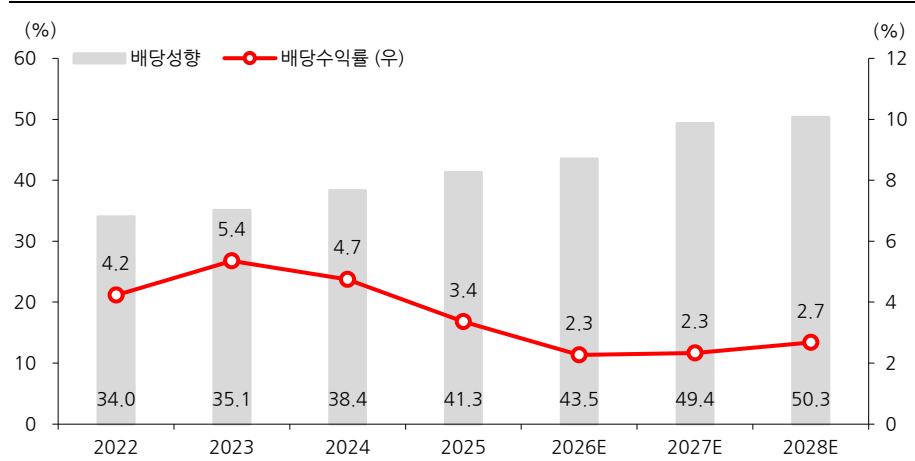
[그림6] 삼성생명의 투자손익과 이차 스프레드



주: Net spread는 이차+배당손익과 보험금융손익의 합계를 운용자산 평균으로 나누어 산출

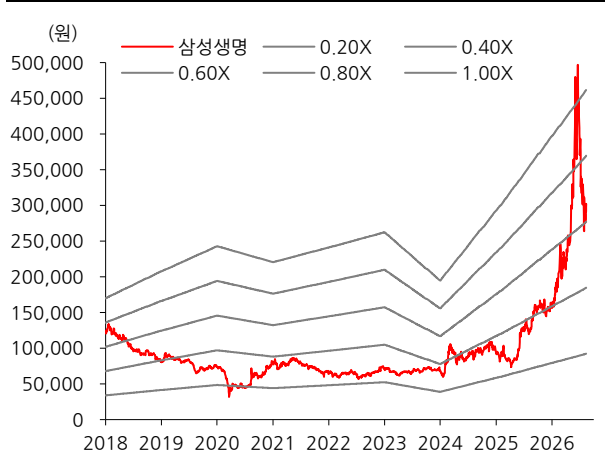
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 삼성생명의 배당지표 추이 및 전망



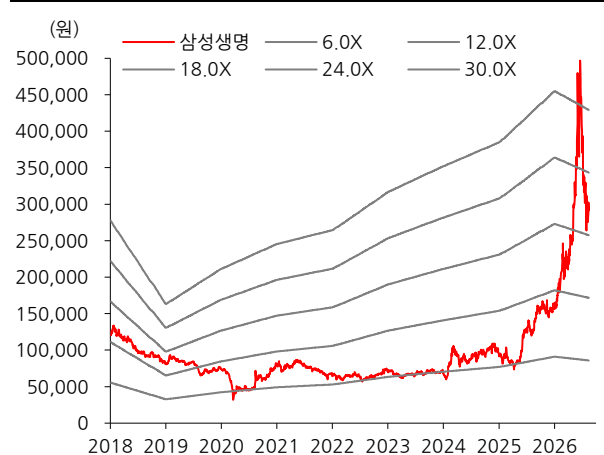
자료: 삼성생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 삼성생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 삼성생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	243,299	275,326	339,910	341,613
현금및예치금	2,355	2,452	1,095	1,414
유가증권	194,683	231,603	299,688	301,027
FVPL	11,225	10,728	10,394	10,428
FVOCI	161,934	196,889	264,601	265,906
AC	0	0	0	0
대출채권	42,347	37,898	35,746	35,789
부동산	3,915	3,372	3,382	3,383
비운용자산	6,026	5,368	3,345	2,383
특별계정자산	25,996	29,255	38,962	40,544
자산총계	275,321	309,948	382,218	384,540
책임준비금	207,603	201,634	182,387	182,434
BEL	161,915	156,544	137,577	135,858
RA	2,893	3,084	3,173	3,228
CSM	12,407	12,870	13,940	15,093
PAA	0	0	0	0
투자계약부채	30,388	29,136	27,696	28,254
기타부채	9,305	17,855	36,328	36,328
후순위채	0	0	0	0
특별계정부채	25,983	29,241	38,927	40,508
부채총계	250,224	266,360	298,756	300,384
자본금	100	100	100	100
자본잉여금	6	6	6	6
신종자본증권	0	0	0	0
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	14,001	15,063	16,796	17,491
해약환급금준비금	0	832	4,748	7,991
자본조정	-2,110	-2,110	-2,110	-2,110
기타포괄손익누계	13,101	30,530	68,670	68,670
자본총계	25,097	43,588	83,462	84,157

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	-1.5	12.6	23.3	0.6
운용자산	-1.5	13.2	23.5	0.5
부채총계	3.4	6.4	12.2	0.5
CSM	4.5	3.7	8.3	8.3
자본총계	-33.1	73.7	91.5	0.8
보험손익	-62.6	79.8	-8.3	33.8
투자손익	469.5	-17.0	-16.3	38.6
영업이익	8.1	12.0	-12.5	36.2
순이익	11.2	9.3	18.3	-9.2

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	542	975	894	1,195
일반 및 변동수수료모형	602	1,112	1,029	1,337
CSM 상각	1,317	1,416	1,424	1,486
RA 변동	312	336	333	320
예상과실계차이	-538	-384	-468	-299
손실계약	-519	-358	-330	-170
기타	31	102	70	0
보험료배분접근법모형	0	0	0	0
간접사업비	60	138	135	142
투자손익	1,264	1,049	878	1,217
보험금융손익	-6,157	-10,475	-15,519	-5,809
이자수익	5,904	5,742	5,806	5,982
배당수익	1,234	1,340	1,528	1,543
FVPL 평가손익	166	4,288	8,967	40
기타	117	154	96	-539
영업이익	1,806	2,024	1,772	2,412
영업외이익	15	-17	477	0
세전이익	1,821	2,007	2,249	2,412
법인세비용	334	307	444	532
당기순이익	1,487	1,700	1,805	1,880
(연결)지배주주 순이익	2,107	2,303	2,723	2,473

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,859	3,617	3,595	3,635
신계약 CSM	3,166	3,059	3,443	3,309
투자수익률	2.7	2.7	2.3	2.1
수정 Book Value	49,312	84,933	161,892	160,988
수익성				
수정 ROE	5.1	5.3	3.8	2.8
수정 ROA	0.8	0.8	0.8	0.6
주당 지표				
수정 EPS	11,732	12,824	15,166	13,772
수정 BPS	194,950	292,919	502,098	497,069
보통주 DPS	4,500	5,300	6,600	6,800
Valuation 및 배당				
수정 PER	8.1	12.3	19.2	21.2
수정 PBR	0.5	0.5	0.6	0.6
배당성향	38.4	41.3	43.5	49.4
보통주 배당수익률	4.7	3.4	2.3	2.3

[Compliance Notice]

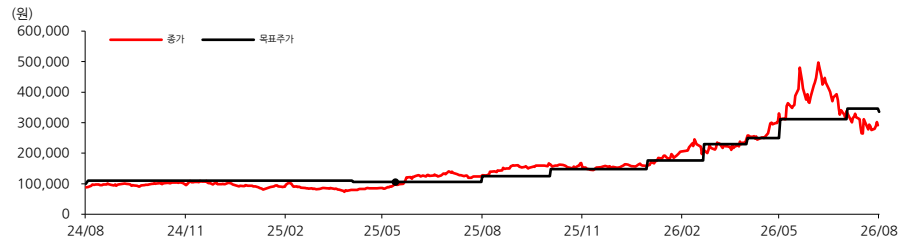
(공표일: 2026년 8월 14일)

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 3자에게 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.08.16	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.18	2025.01.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17	2025.05.19	2025.08.14	2025.10.16
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	110,000	110,000	106,000	106,000	125,000	148,000
일 시	2026.01.13	2026.02.23	2026.03.06	2026.04.15	2026.05.15	2026.06.11
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	176,000	176,000	230,000	250,000	312,000	312,000
일 시	2026.07.16	2026.08.14				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	346,000	336,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 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	23.70	-0.64
2026.07.16	Hold	346,000	-14.16	-4.34
2026.08.14	Hold	336,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%