한화생명 (088350)

핵심지표는 양호

금융
Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희
kunhee.kong@meritz.co.kr

Meritz Research 2026. 5. 12

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	5,500원
현재주가 (5.12)	4,845원
상승여력	13.5%

1Q26 당기순이익 2,478억원: 컨센서스 상회

한화생명 1Q 당기순이익 2,478억원 (+103.2% YoY, 흑전 QoQ)로 컨센서스를 47.3% 큰 폭으로 상회했다. 보험손익의 예실차 악화가 지속되고 있으나, 투자손익이 대체투자 관련 평가이익이 인식됨에 따라 예상대비 큰 폭으로 증가했다.

[CSM Movement] CSM은 8.9조원 (+2.4% QoQ)로 증가세로 전환되었다. 1) 신계약 CSM은 건강보험은 비갱신형 상품 중심 신상품 출시로 배수가 하락한 반면 (-3.9배 QoQ), 중장기납 종신보험 비중 확대 (+2.1배 QoQ) 기반 배수 개선 (9.8배 vs. 4Q25 8.3배)으로 양호한 증가세를 시현했으며 (+6.0% QoQ), 2) CSM조정은 전년 발생했던 여러 일회성 요인들이 소멸됨에 따라 경상적인 수준으로 회복되었다 (-0.3조원 vs. 4Q25 -0.8조원, 1Q25 -0.6조원).

[보험손익] 전년동기대비 40.1% 감소하며 부진했다. 지난 분기와 마찬가지로 청구건수 증가에 따른 예실차 악화가 지속되고 있다 (-919억원 vs. 1Q25 -292억원). 다만 3Q25를 기점으로 예실차가 개선되는 흐름을 보이고 있다. (3Q25 -1,264억원 → 4Q25 -1,161억원 → 1Q26 -919억원). 참고로 동사는 보험금 예실차 개선을 기반으로 26년 연간 보험손익 가이던스를 5,000억원으로 제시했다.

[투자손익] 전년동기대비 큰 폭으로 증가했다 (2,419억원 vs. 1Q25 445억원). 금리 상승에 따른 채권평가손실이 발생했음에도 불구, 혁신기업 투자 관련 평가이익이 약 2,000억원 발생했다.

[자본비율] K-ICS비율은 162.0% (+4.5%p QoQ)로 개선되었다 (기본자본 K-ICS비율 60%). 금리 상승, 신계약CSM 유입 등에 기인한다.

양호한 CSM잔액 흐름 vs. 배당가능이익

적정주가를 5,500원으로 상향한다. 예상을 상회한 1Q26 실적 기반 순이익 전망치 상향 조정 및 순자산 증가폭을 반영했다 (기타포괄손익누계액 -0.7조원 vs. 4Q25 -1.4조원). 손익 상 보험손익의 예실차 부진은 지속되고 있으나, 보험사의 본질적인 체력인 CSM잔액이 증가했다는 점에서 긍정적이다. 올해 중 배수 개선 기반 양호한 신계약CSM 확보 및 CSM조정의 일회성 요인 소멸을 고려해볼 시, 전년대비 증가세를 기대해볼 수 있겠다 (26E +3.4% 추정 vs. 25년 -4.3% YoY). 다만 투자의견 Hold를 유지한다. 해약환급금준비금 부담이 지속됨에 따라, 여전히 배당가능이익이 불확실하기 때문이다. 추후 제도 개선에 대한 부분을 확인할 필요가 있다.

표1 한화생명, 1Q26P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 47% 상회 기록

(십억원)	1Q26P	1Q25	(% YoY)	4Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	62.4	104.2	(40.1)	205.0	(69.6)				
투자손익	241.9	44.5	443.6	(168.8)	흑자전환				
영업이익	304.3	148.7	104.6	36.2	739.7	232.2	31.0	193.6	57.2
당기순이익	247.8	122.0	103.2	(2.5)	흑자전환	168.2	47.3	144.0	72.2
신계약 CSM	611	488	25.1	576	6.0				
CSM 잔액	8,921	8,866	0.6	8,714	2.4				
K-ICS비율 (%)	162	154	7.9	158	4.5				

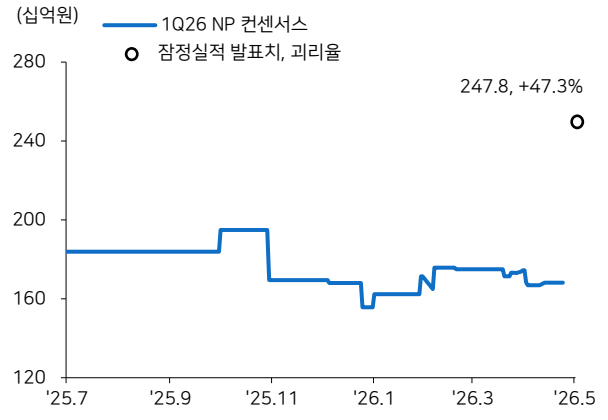
주: 별도 기준
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명, 2026년 · 2027년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 15% 상회, 부합 전망

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	795	717	10.9	801	781	2.5
지배주주순이익	611	533	14.5	593	581	2.0

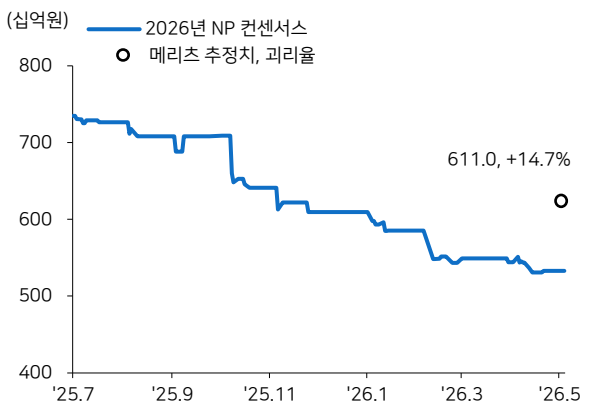
자료: FnGuide, 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q26 지배주주순이익, 컨센서스 +47.3% 상회



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 지배주주순이익, 컨센서스 +14.7% 상회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
보험손익	**104.2**	**71.8**	**(36.6)**	**205.0**	**62.4**	**132.5**	**134.9**	**93.9**	**506.3**	**344.4**	**423.7**
일반/변동수수료모형(VFA)	137.9	105.8	19.5	234.4	103.7	164.0	172.4	122.3	666.3	497.7	562.4
CSM상각	198.6	195.8	196.0	196.8	191.4	194.9	197.4	200.6	851.9	787.3	784.3
RA환입	38.9	37.2	39.5	40.0	44.3	44.4	44.8	44.5	138.1	155.6	178.0
예실차 및 기타	(99.6)	(127.2)	(216.0)	(2.4)	(132.1)	(75.3)	(69.8)	(122.8)	(323.7)	(445.1)	(400.0)
보험료배분(PPA)	(1.2)	0.3	(0.8)	(0.3)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(4.8)	(2.0)	(2.1)
재보험손익	(4.8)	(2.2)	4.6	(2.0)	(8.6)	(5.3)	(7.0)	(6.2)	(9.2)	(4.4)	(27.1)
기타사업비	(27.7)	(32.1)	(59.9)	(27.1)	(32.0)	(25.7)	(30.0)	(21.7)	(146.0)	(146.9)	(109.4)
투자손익	**44.5**	**(4.0)**	**215.1**	**(168.8)**	**241.9**	**54.1**	**44.7**	**30.7**	**390.7**	**86.8**	**371.3**
보험금융손익	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(994.9)	(32.1)	(102.7)	(103.6)	(102.9)	(3,040.5)	(4,350.1)	(341.3)
투자서비스손익	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	274.0	156.8	148.3	133.6	3,431.1	4,436.9	712.7
영업이익	**148.7**	**67.8**	**178.5**	**36.2**	**304.3**	**186.6**	**179.5**	**124.6**	**897.0**	**431.3**	**795.0**
영업외이익	3.4	3.5	(8.2)	(17.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	(18.6)	0.0
세전이익	152.1	71.3	170.3	18.9	304.3	186.6	179.5	124.6	904.9	412.7	795.0
법인세비용	(30.1)	(13.6)	(34.2)	(21.4)	(56.5)	(48.5)	(46.7)	(32.4)	(184.4)	(99.3)	(184.0)
당기순이익	**122.0**	**57.7**	**136.1**	**(2.5)**	**247.8**	**138.1**	**132.9**	**92.2**	**720.6**	**313.3**	**611.0**

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표4 한화생명 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (5/12)	Upside Potential
한화생명	**5,500**	4,800	14.6	4,845	13.5

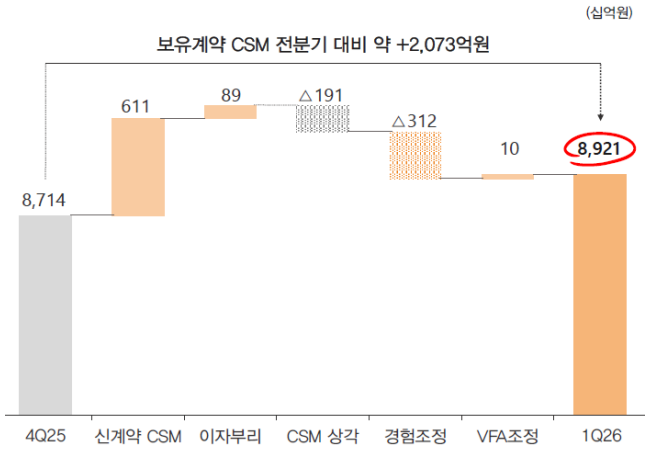
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표5 한화생명 적정주가 산출

	단위	한화생명
3개년 평균 ROE [A]	%	4.2
Cost of Equity [B]	%	6.6
할증폭 [C]		5.8
조정 COE [E=B+C]		12.4
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.3
Premium/Discount [G]	%	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	**배**	**0.3**
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	16,095
적정주가 [J=H*I]	**원**	**5,500**
현재가 (5/12) [K]	원	4,845
Upside Potential [L=(J-K)/K]	**%**	**13.5**

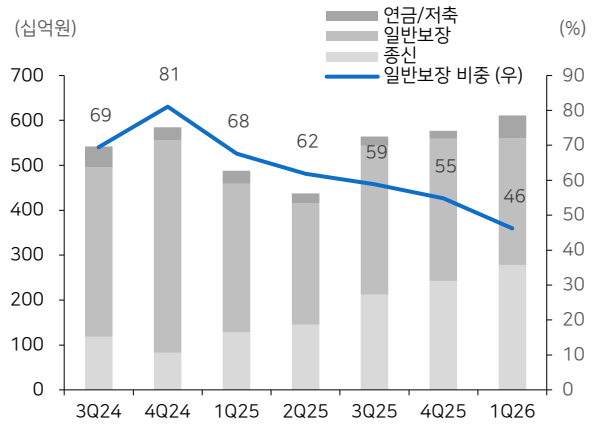
주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원율 확대 여력을 차등화하여 반영
수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



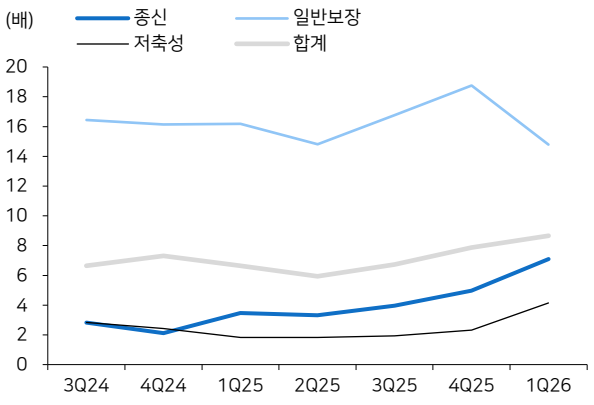
자료: 한화생명

그림4 신계약 CSM 추이



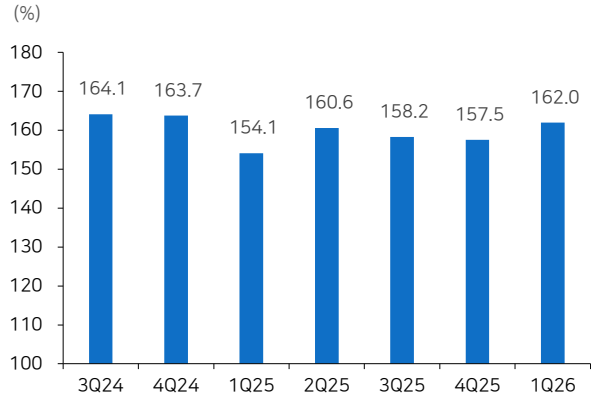
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 (추정)



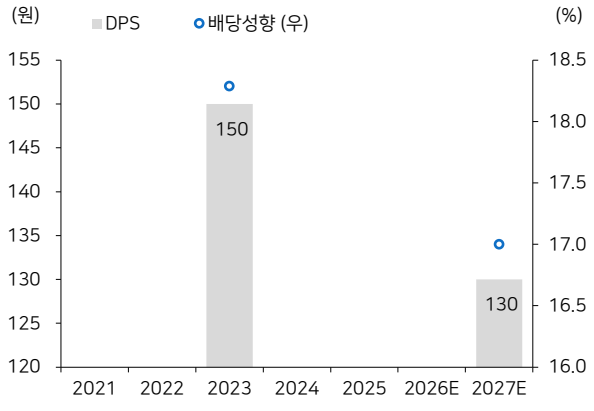
주: APE 기반 추정
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한화생명 (088350)

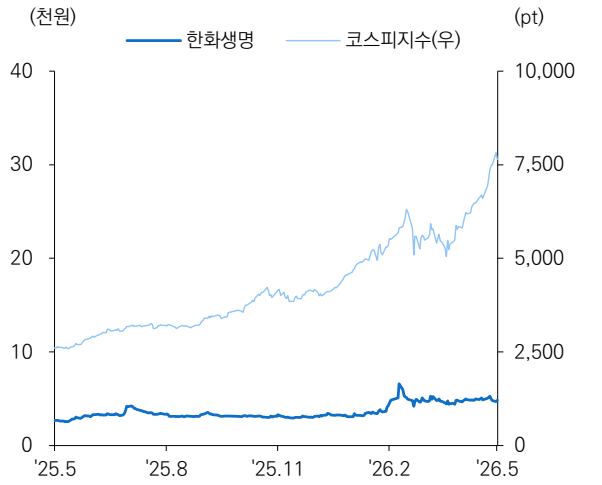
KOSPI	7,643.15pt
시가총액	42,080억원
발행주식수	86,853만주
유동주식비율	41.38%
외국인비중	6.13%
52주 최고/최저가	6,600원/2,535원
평균거래대금	718.4억원

주요주주 (%)

한화 외 5 인	45.05
예금보험공사	10.00
국민연금공단	5.57

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	47.9	81.1
상대주가	-22.2	-19.7	-38.2

주가그래프



Financial Data

(십억원)	보험손익	투자손익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2024	506	391	721	959	16.9	13,755	2.6	0.2	7.0	0.6	-
2025	344	87	313	417	(56.5)	16,583	7.8	0.2	2.5	0.2	-
2026E	424	371	611	813	95.0	18,332	6.0	0.3	4.4	0.5	-
2027E	509	292	593	789	(3.0)	18,989	6.1	0.3	4.2	0.5	2.7
2028E	624	322	654	870	10.3	19,872	5.6	0.2	4.4	0.5	3.1

한화생명 (088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	105,018	107,602	108,618	113,028	117,617
현금및예치금	1,799	2,482	1,303	1,356	1,411
유가증권	85,830	88,460	90,435	94,107	97,928
FVPL	25,014	24,941	26,737	27,822	28,952
FVOCI	45,320	48,218	47,690	49,627	51,642
AC	11,543	10,689	11,240	11,696	12,171
대출채권	15,156	14,442	14,572	15,163	15,779
부동산	2,233	2,218	2,308	2,401	2,499
비운용자산	2,511	2,472	2,564	2,668	2,776
특별계정자산	14,606	15,703	13,851	10,703	9,132
자산총계	**122,135**	**125,777**	**125,033**	**126,399**	**129,526**
책임준비금	106,440	108,948	105,691	106,563	109,027
보험계약부채	97,151	98,696	95,362	95,815	97,843
최선추정(BEL)	86,140	87,983	84,288	84,558	86,336
위험조정(RA)	1,899	1,994	2,060	2,066	2,110
보험계약마진(CSM)	9,109	8,714	9,008	9,184	9,391
보험료배분접근법(PAA)	4	6	6	6	6
투자계약부채	9,254	10,219	10,297	10,715	11,150
기타부채	(9,266)	(11,359)	(10,546)	(10,546)	(10,546)
부채총계	**111,800**	**113,316**	**111,258**	**112,130**	**114,594**
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,886	7,085	7,676	8,168	8,822
해약환급금준비금	3,631	6,508	8,212	9,070	9,638
자본조정	(1,114)	(1,107)	(1,095)	(1,095)	(1,095)
기타포괄손익누계액	(1,363)	(1,414)	(703)	(700)	(691)
자본총계	**10,335**	**12,461**	**13,774**	**14,268**	**14,932**

Income Statement (별도)

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	**506**	**344**	**424**	**509**	**561**
일반/변동수수료모형(VFA)	666	498	562	624	663
CSM 상각	852	787	784	800	816
RA 환입	138	156	178	150	129
예실차 및 기타	(324)	(445)	(400)	(326)	(282)
보험료배분(PPA)	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
재보험손익	(9)	(4)	(27)	(26)	(26)
기타사업비	(146)	(147)	(109)	(88)	(74)
투자손익	**391**	**87**	**371**	**292**	**322**
보험금융손익	(3,040)	(4,350)	(341)	(1,253)	(2,567)
투자서비스손익	3,431	4,437	713	1,545	2,889
영업이익	**897**	**431**	**795**	**801**	**883**
영업외이익	8	(19)	0	0	0
세전이익	905	413	795	801	883
법인세비용	(184)	(99)	(184)	(208)	(230)
당기순이익	**721**	**313**	**611**	**593**	**654**

Key Financial Data I

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표 (원)					
EPS	959	417	813	789	870
BPS	13,755	16,583	18,332	18,989	19,872
수정 BPS	17,711	16,330	16,095	15,780	16,106
보통주 DPS	-	-	-	130	150
Valuation (배, %)					
PER	2.6	7.8	6.0	6.1	5.6
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
수정 PBR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	-	-	-	17.0	17.0
보통주 배당수익률	-	-	-	2.7	3.1
재무비율 (%)					
ROA	0.6	0.2	0.5	0.5	0.5
ROE	7.0	2.5	4.4	4.2	4.4
수정 ROE	5.4	2.6	5.1	5.0	5.4

Key Financial Data II

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익					
신계약 CSM	2,123	2,066	2,337	2,209	2,231
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	6.6	6.8	8.3	7.9	7.9
CSM 상각률 (%)	7.5	7.0	7.1	7.1	7.1
CSM Movement					
기초 CSM	9,238	9,109	8,714	9,008	9,184
신계약 CSM	2,123	2,066	2,337	2,209	2,231
이자부리	350	358	364	373	381
CSM 조정	(1,751)	(2,032)	(1,622)	(1,606)	(1,590)
CSM 상각	(852)	(787)	(784)	(800)	(816)
기말 CSM	9,109	8,714	9,008	9,184	9,391
투자손익					
투자서비스 수익률	3.3	4.1	0.7	1.4	2.5
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.3	3.0	-1.7	1.0	1.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

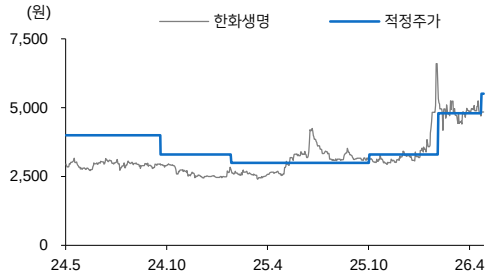
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.02.22	기업브리프	Buy	4,000	조아해	-26.2	-15.4
2024.10.17	산업브리프	Hold	3,300	조아해	-19.6	-10.3
2025.02.20	기업브리프	Hold	3,000	조아해	1.0	41.3
2025.10.24	산업브리프	Hold	3,300	조아해	1.7	100.0
2026.02.24	기업브리프	Hold	4,800	조아해	0.7	10.8
2026.05.12	기업브리프	Hold	5,500	조아해	-	-

주가 및 적정주가 변동추이