EARNINGS REVIEW

13 May. 2026

김지원

금융 | jiwonkim@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

한화생명 (088350)

금리 상승 수혜, 다음은 입증 필요

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
적정주가	6,300	3,200	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (5/12)	4,845원
예상 주가상승률	29.2%
시가총액	42,080억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	868,530천주
52주 최저가 / 최고가	2,535 - 6,600원
3개월 일평균거래대금	725억원
외국인 지분율	6.1%
주요주주지분율(%)	
한화 (외 6인)	45.1
자사주 (외 1인)	13.5
예금보험공사 (외 1인)	10.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	9.0	6.8	5.9
PBR(배)	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	0.0	0.0	3.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	1.5	47.9	81.1	48.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(29.0)	(36.2)	(112.0)	(32.5)

Issue

1Q26 Review

Pitch

투자의견 BUY, 적정주가 6,300원으로 상향

Rationale

- 1Q26P 별도기준 영업이익 3,042억원(YoY +104.6%, QoQ +739.5%), 당기순이익 2,478억원(YoY +103.1%, QoQ 흑전)으로, 컨센서스와 당사 추정치를 모두 크게 상회. 예상 이상의 투자이익 시현 결과

- [CSM] CSM 잔액 8.9조원, 상각 전 CSM 잔액 변화율 4.6%
(+) 신계약 CSM 증가(QoQ +6.0%). (1) APE 기준 보험료는 감소(QoQ -3.8%). 특히 연초 경향성을 고려해도 연금보험 판매 감소 영향으로 보임. 보장성 보험은 중장기납 중심의 종신/CI 판매 확대(YoY +6.3%), 일반보장 판매 감소(YoY -6.4%). (2) 수익성은 개선. CSM 환산배수는 보장성 기준 9.8배; 종신보험 7.1배로 상승, 건강보험 14.6배로 하락. 동사 건강보험 상품이 비갱신형으로 출시. 향후 갱신형 추가 출시 및 4월 중 예정이율 인하 등 보험료 인상으로 수익성은 보다 개선될 전망
(-) CSM 조정 감소(YoY -17.0%). 시장금리 상승에 따른 할인율 안정화와 그에 따른 BEL 변동 +30억원 영향. 부담 축소 긍정적 평가하나, 6월 이후 계리감독 선진화 가이드라인에 따른 조정 폭 변동 가능성 염두

- [손익] 보험손익 623억원(YoY -40.2%, QoQ -69.6%). 보험금 예실차 (-) 폭 확대 영향. 발생보험금 증가. 특약 한도 축소 등 언더라이팅 강화 정책 지속을 기대하며 예실차 및 손실부담계약비용 부담 완화를 전망
투자손익 2,419억원(YoY +443.6%, QoQ 흑전). 시장금리 현황상 유가증권 이자수익은 견조한 수준 이어질 전망. 그보다 과거 투자했던 미국 및 유럽 AI 및 태양광 산업 관련 펀드에서 크게 평가익이 발생한 것으로 보임. 부채 듀레이션 축소로 ALM 관리 및 PL자산 운용 방향은 확인 필요. 실적 반영 후 선행 ROE 및 BPS 상승에 따른 적정주가 상향

- 예상 K-ICS비율 162.0%. 26년 해약환급금준비금 적립률 완화 기준 충족 긍정적 판단. (-) 배당가능이익 추정되나, 점진적인 가시성 확보 기대

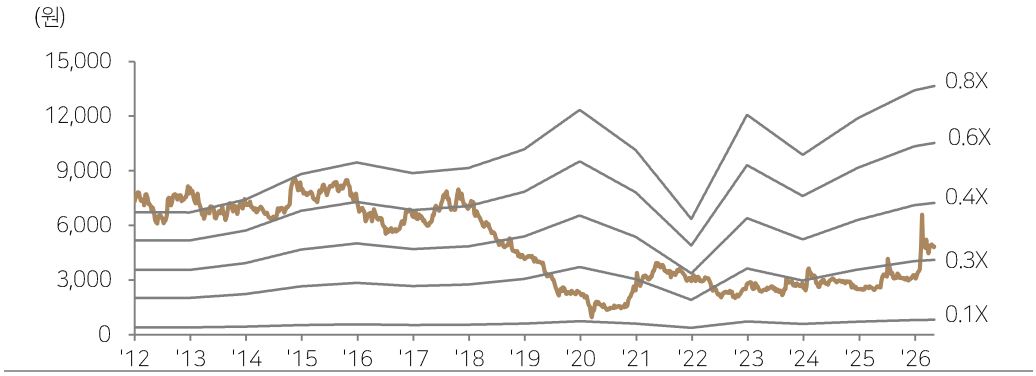
1Q26 Review

(단위: 십억원, %)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.03(P)	2026.03(E)	vs Chg	2026.03(E)	vs Con	2025.03(A)	vs YoY	2025.12(A)	vs QoQ
보험손익	62					104	-40	205	-70
투자손익	242					45	444	-169	흑전
영업이익	304	239	27	232	31	149	105	36	740
당기순이익	248	191	29	168	47	122	103	-2	흑전

Note: K-IFRS 별도 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 한화생명 PBR Bandchart



Source: 다올투자증권

Valuation 및 적정주가 변경

	한화생명	비고
Forward ROE	4.6	5 개년 평균 Forward ROE
Growth Rate	1.0	금융및보험업 GDP CAGR
adj.CoE	6.3	국채 10 년, KOSPI 기반 CAPM CoE +자본적정성, 배당가능이익 등 질적요소 기반 할인율 반영
적정 PBR	0.4	
Forward BPS	15,404	5 개년 평균 Forward BPS
적정주가	6,300	
상승여력	29.2%	5 월 12 일 종가 기준

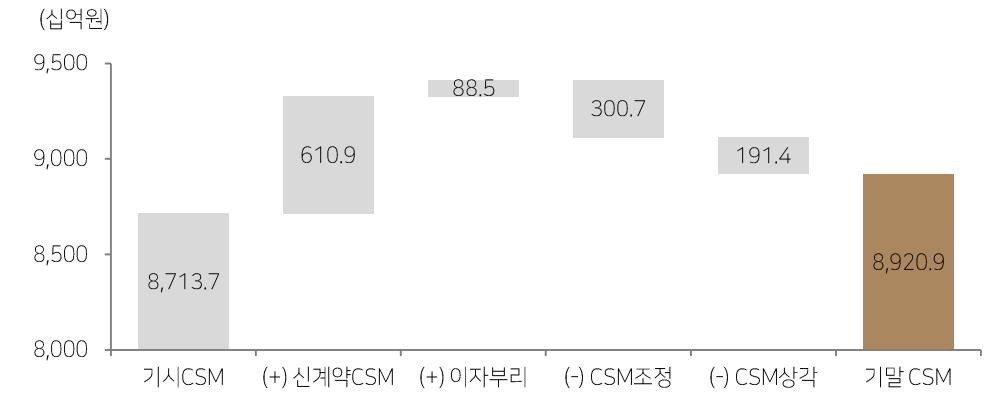
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 한화생명 분기 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25	26E	27E
보험손익	104	72	-37	205	62	123	124	97	344	405	480
CSM상각	199	196	196	197	191	195	198	198	787	783	827
RA변동	39	37	40	40	44	45	46	46	156	181	191
예실차	-32	-47	-138	-117	-85	-57	-58	-90	-335	-289	-280
기타	-101	-114	-134	85	-89	-61	-63	-57	-264	-270	-259
투자손익	45	-4	215	-169	242	62	77	-46	87	334	380
영업이익	149	68	179	36	304	184	201	50	431	740	860
영업외손익	3	3	-8	-17	4	-3	-7	-9	-19	-14	-19
당기순이익	122	58	136	-2	248	140	149	32	313	569	647

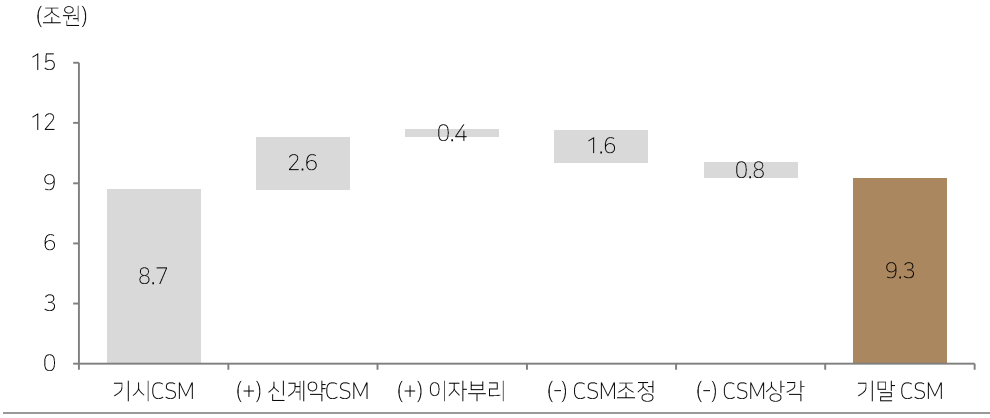
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 한화생명 1Q26 CSM Movement



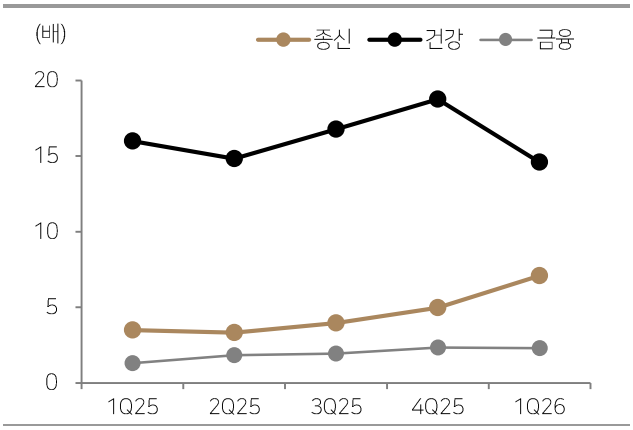
Source: 한화생명, 다올투자증권

Fig. 4: 한화생명 2026E CSM Movement 전망



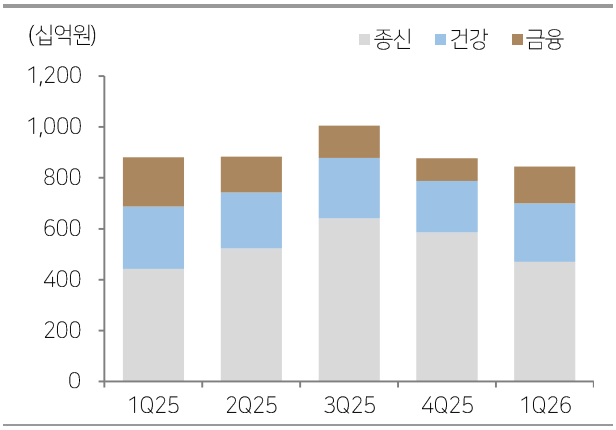
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 5: 신계약 CSM 환산배수 추이



Note: 월초 premium 대비
Source: 한화생명, 다올투자증권

Fig. 6: 상품별 APE 추이



Source: 한화생명, 다올투자증권

한화생명 재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	107,447	112,828	118,030
현금및예치금	2,482	1,289	1,354	1,416
유가증권	88,460	89,460	93,941	98,272
대출금	14,442	14,415	15,137	15,834
부동산	2,218	2,283	2,397	2,508
비운용자산	2,472	2,564	2,668	2,776
특별계정자산	15,703	16,594	17,268	17,969
자산총계	125,777	126,605	132,764	138,775
책임준비금	92,012	90,357	95,107	99,701
CSM	8,714	9,252	9,752	10,233
기타부채	5,577	5,620	5,676	5,733
특별계정부채	15,727	16,601	17,275	17,977
부채총계	113,316	112,578	118,058	123,410
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
신종자본증권	3,068	3,068	3,068	3,068
자본잉여금	485	485	485	485
이익잉여금	7,085	8,035	8,857	9,667
자본조정	-1,107	-1,095	-1,095	-1,095
기타포괄손익누계액	-1,414	-809	-953	-1,103
자본총계	12,461	14,027	14,706	15,365

손익계산서

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
CSM상각	787	783	827	864
RA변동	156	181	191	200
예실차	-335	-289	-280	-290
손실부담계약비용	-136	-148	-151	-155
기타	-128	-122	-108	-116
보험손익	344	405	480	503
보험금융손익	-4,350	-3,413	-3,598	-3,763
기타투자손익	4,437	3,747	3,978	4,152
투자손익	87	334	380	389
영업이익	431	740	860	892
증가율 (Y-Y,%)	-54%	72%	16%	4%
영업외손익	-19	-14	-19	-21
세전이익	413	725	841	871
법인세비용	99	156	193	200
당기순이익	313	569	647	670
증가율 (Y-Y,%)	-59%	82%	14%	4%

주요투자지표1

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성				
APE	3,650	3,544	3,790	3,902
신계약 CSM	2,066	2,594	2,785	2,867
CSM Movement				
기시 CSM	9,109	8,714	9,252	9,752
신계약 CSM	2,066	2,594	2,785	2,867
상각	-787	-783	-827	-864
이자부리	358	366	387	405
CSM 조정	-2,032	-1,639	-1,844	-1,927
기말 CSM	8,714	9,252	9,752	10,233

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2025	2026E	2027E	2028E
재무비율(%)				
ROA	0.3	0.5	0.5	0.5
ROE	2.7	4.3	4.5	4.5
Per share Data				
EPS	361	655	745	772
BPS	14,347	16,150	16,932	17,691
DPS(보통주)	0	0	160	160
배당성향(%)	0	0	18	18
Multiples(x,%)				
PER	9.0	6.8	5.9	5.7
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

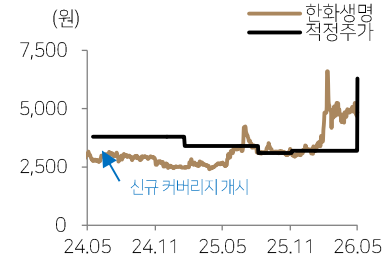
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한화생명 (088350)



일자	커버리지 개시	2024.05.28	2025.02.03	2025.08.18	2025.11.17	2026.05.13
투자의견		BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY
적정주가		3,800원	3,400원	3,100원	3,200원	6,300원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.05.28	3,800원	2,816원	3,150원	-25.9	-17.1
2025.02.03	3,400원	2,936원	4,240원	-13.7	24.7
2025.08.18	3,100원	3,160원	3,525원	1.9	13.7
2025.11.17	3,200원	4,053원	6,600원	26.7	106.3
2026.05.13	6,300원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 05월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가