한화투자증권

2026년 5월 13일
기업분석

한화생명 (088350)

대체투자 평가익으로 어닝 서프라이즈

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 6,100원

현재 주가(5/12)	4,845원
상승여력	▲19.7%
시가총액	42,080억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	6,600 / 2,535원
90 일 일평균 거래대금	725.42억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

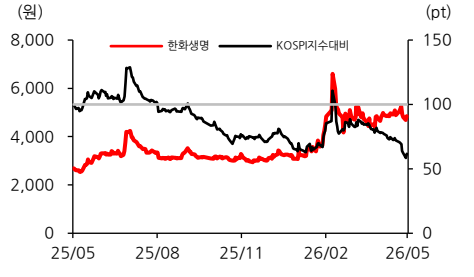
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.5	7.8	47.9	81.1
상대수익률(KOSPI)	-29.0	-30.6	-36.2	-112.0

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	506	344	431	577
투자손익	391	87	409	320
영업이익	897	431	840	897
당기순이익	721	313	643	660
CSM (*)	8,898	8,352	8,993	9,813
수정 EPS	912	230	662	656
수정 BPS	18,990	18,448	19,788	20,763
수정 PER	2.7	14.2	7.3	7.4
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	4.5	1.2	3.5	3.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



한화생명은 대체투자 평가익에 힘입어 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 금리 상승에 따른 자본비율 개선으로 연중 해약준비금 적립률 인하도 가능할 전망입니다. 이익 추정치 상향으로 목표주가를 상향합니다.

1Q26 순이익 2,478억원(+103% YoY), 어닝 서프라이즈

한화생명의 1Q26 별도 순이익은 2,478억원(+103% YoY)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 40% 이상 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록. 대체투자로부터의 평가익이 금리 평가손을 크게 상회한 것으로 추정. 1Q26 보험손익은 624억원(-40% YoY)으로 감소. CSM 상각익이 감소하고, 손실계약부담비용이 예상보다 150억원 크게 나타난 것이 부진의 원인. 보험금 예실차는 기대보다 양호했으나 예상사업비가 둔화된 가운데 실제사업비가 20% YoY 증가함. 1Q26 투자손익은 2,419억원(+444% YoY), 일반계정 기준 2,458억원(흑전 YoY)으로 대폭 개선. 대체투자로부터 평가익이 1,980억원, 배당이 2,200억원 반영된 결과. 본질 투자(이자+배당-부담이자)의 스프레드는 0.1%로 경상 수준을 나타냄. 1Q26 신계약 APE는 보장성이 11% QoQ 감소하며 전체 4% QoQ 감소. 보장성 내 건강담보의 마진은 신상품 영향으로 전분기보다 4개월치 하락했으나, 신계약 매출 내 건강의 비중이 확대되면서 전체 신계약 마진은 1개월 QoQ 상승함. 이에 신계약 CSM은 6% QoQ 증가. 해지 등에 의한 기중 조정이 -3,120억원 발생하면서 CSM 잔액은 2% QoQ 증가함

연중 해약준비금 적립률 인하도 가능

시장금리 상승에 의한 자산-부채 평가액 변동으로 AOCI가 7,000억원 증가하면서 자기자본이 1조원 증가. 이에 K-ICS비율은 162%로, 4%p QoQ 상승한 것으로 잠정 산출됨. 이로써 연중 해약환급금준비금의 적립률이 80%(현재 90%)로 낮아질 수 있음. 그럼에도 제도 완화가 동반되기 전까지 자체적인 배당 재개는 어려울 것으로 추정됨. 당분기 기대 이상의 실적을 시현하며 연간 이익 추정치가 7% 상향된 점을 고려해 목표주가를 기존 대비 5% 상향한 6,100원으로 제시

[표1] 한화생명의 목표주가 산출식 (단위: %, 배, 원)

항목	한화생명	비고
자기자본비용	10.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	3.05	(b): 국채 3 년물 3 개월 평균 금리
Risk Premium	7.1	(c): Market Risk Premium (Bloomberg)
Beta (β)	1.1	(d): 회사별 1 년 기준 beta
Average ROE	3.5	(e): 회사별 향후 3 개년 수정 ROE 평균
영구성장률	0.0	(f)
이론적 PBR	0.33	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율)	-10.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR	**0.30**	(i): (g)*(h)
수정 BPS	20,194	(j): 회사별 12 개월 forward 수정 BPS
목표주가	**6,100**	**(k): (i)*(j)**
조정률	5.2	직전 목표주가 대비 조정률
현주가	4,845	
상승여력	25.9	

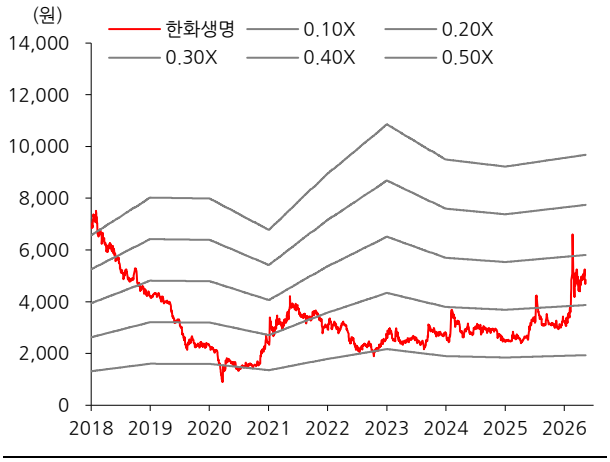
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 주요 투자지표 추정치 변동 (단위: 십억 원, 원, %, %p)

	변경 후		변경 전		변화율(폭)	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
당기순이익	643	660	601	666	6.9	-0.8
수정 EPS	662	656	577	663	14.6	-1.1
수정 BPS	19,788	20,763	18,650	19,188	6.1	8.2
수정 ROE	3.5	3.2	3.1	3.5	0.3	-0.3

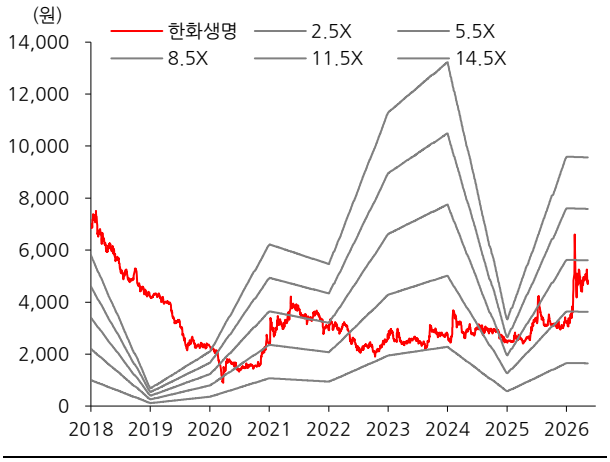
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명 12m forward PBR Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명 12m forward PER Band



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한화생명의 1Q26 주요 실적 요약 (단위: 십억 원, %)

	1Q26P	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	1Q26E	차이	컨센서스	차이
보험손익	62.4	104.2	-40.1	205.0	-69.6	82.6	-24.4	n/a	n/a
투자손익	241.9	44.5	443.6	-168.8	흑전	154.1	57.0	n/a	n/a
영업이익	304.3	148.7	104.6	36.2	739.7	236.6	28.6	232.2	31.0
당기순이익	247.8	122.0	103.2	-2.5	흑전	174.4	42.1	168.2	47.3

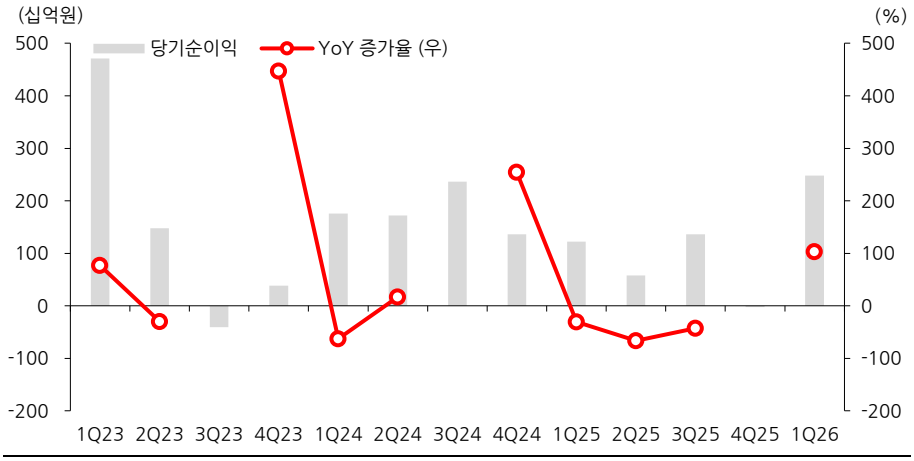
자료: 한화생명, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화생명의 별도 기준 분기별 주요 손익 및 수익성 지표 (단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	QoQ	YoY
보험+재보험손익	104	72	-37	205	62	-69.6	-40.1
일반/VFA 모형	133	104	24	232	95	-59.1	-28.6
예실차	-25	-45	-131	-110	-84	적지	적지
보험금*	-42	-74	-138	-109	-72	적지	적지
사업비	17	29	7	-1	-12	적지	적전
RA 변동	39	37	39	40	44	10.9	14.1
CSM 상각	192	189	188	187	182	-2.7	-4.9
손실계약관련	-70	-89	-90	114	-40	적전	적지
기타	-2	12	17	2	-7	적전	적지
PAA 모형	-1	0	-1	-0	-1	적지	적지
기타사업비	28	32	60	27	32	18.2	15.6
투자손익	45	-4	215	-169	242	흑전	443.6
일반계정	-21	16	247	-64	246	흑전	흑전
특별계정	65	-20	-32	-105	-4	적지	적전
보험금융손익	-1,060	-1,234	-1,060	-995	-838	적지	적지
일반계정	-672	-687	-684	-674	-687	적지	적지
특별계정	-388	-548	-376	-321	-151	적지	적지
투자서비스손익	1,105	1,230	1,275	826	1,080	30.7	-2.3
일반계정	652	702	932	610	933	52.9	43.2
특별계정	453	528	344	216	147	-32.1	-67.7
영업이익	149	68	179	36	304	739.7	104.6
영업외이익	3	3	-8	-17	4	흑전	17.9
세전이익	152	71	170	19	308	1,532.7	102.7
당기순이익	122	58	136	-2	248	흑전	103.2
AUM	107,959	108,593	109,415	107,602	105,423	-2.0	-2.3
투자서비스손익	652	702	932	610	933	52.9	43.2
Yield	2.5	2.6	3.4	2.3	3.5	1.3	1.1
CSM (보유 순부채)	8,642	8,606	8,826	8,352	8,559	2.5	-1.0
CSM 상각	192	189	188	187	182	-2.7	-4.9
단순상각률	8.9	8.8	8.5	9.0	8.5	-0.5	-0.4
신계약 CSM (원수)	488	437	564	576	611	6.0	25.1
월납 신계약 보험료	881	884	1,006	878	845	-3.8	-4.1
단순마진 (개월)	6.6	5.9	6.7	7.9	8.7	0.8	2.0

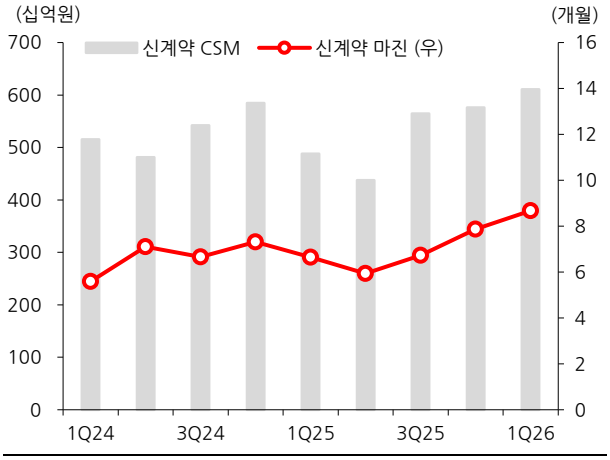
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



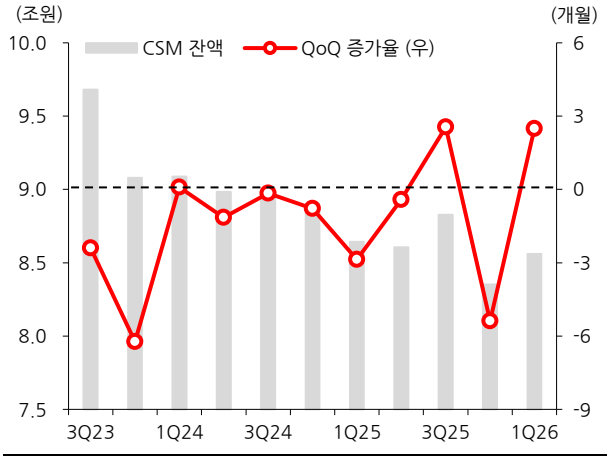
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 신계약 CSM 및 마진배수



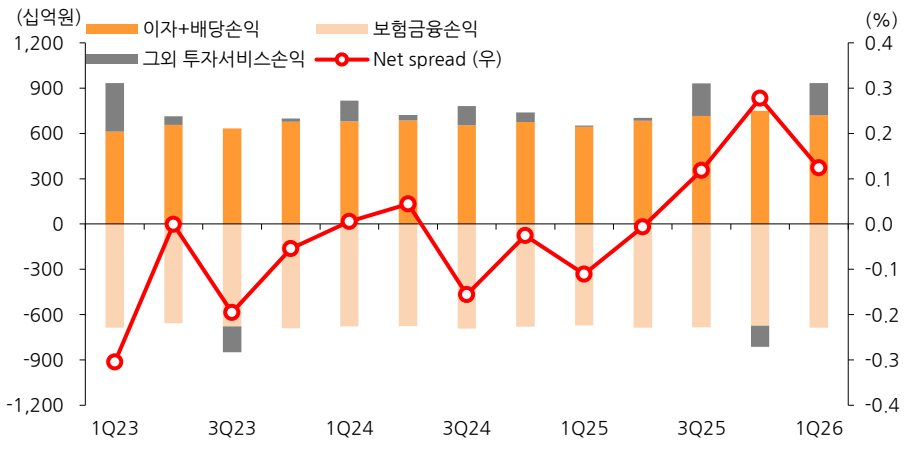
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명의 CSM 잔액 및 증가율



주: 보유 순부채 기준
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한화생명의 투자손익과 이차 스프레드



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	105,018	107,602	107,545	109,712
현금및예치금	1,799	2,482	1,427	1,214
유가증권	85,830	88,460	89,397	91,211
FVPL	25,014	24,941	25,686	26,319
FVOCI	45,320	48,218	48,098	49,053
AC	11,543	10,689	10,985	11,211
대출채권	15,156	14,442	14,483	15,004
부동산	2,233	2,218	2,239	2,283
비운용자산	2,511	2,472	1,940	1,909
특별계정자산	14,606	15,703	16,594	17,268
자산총계	122,135	125,777	126,078	128,889
책임준비금	92,335	92,012	88,501	90,144
BEL	72,141	71,158	67,241	68,160
RA	1,891	1,986	2,159	2,295
CSM	9,044	8,643	9,280	10,102
PAA	4	6	6	6
투자계약부채	9,254	10,219	9,815	9,582
기타부채	4,822	5,567	7,300	7,300
후순위채	2,793	2,768	2,827	2,827
특별계정부채	14,626	15,727	16,601	17,275
부채총계	111,800	113,316	112,399	114,717
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485
신종자본증권	1,097	3,068	3,068	3,068
계약자지분조정	0	0	0	0
이익잉여금	6,886	7,085	7,582	8,075
해약환급금준비금	3,631	6,508	7,378	7,871
자본조정	-1,114	-1,107	-1,095	-1,095
기타포괄손익누계	-1,363	-1,414	-704	-704
자본총계	10,335	12,461	13,679	14,172

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	6.4	3.0	0.2	2.2
운용자산	8.3	2.5	-0.1	2.0
부채총계	8.1	1.4	-0.8	2.1
CSM	-1.4	-4.4	7.4	8.9
자본총계	-9.2	20.6	9.8	3.6
보험손익	-22.2	-32.0	25.1	33.9
투자손익	332.1	-77.8	371.4	-21.7
영업이익	21.0	-51.9	94.9	6.8
순이익	16.9	-56.5	105.2	2.7

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	506	344	431	577
일반 및 변동수수료모형	657	493	582	735
CSM 상각	829	756	770	827
RA 변동	137	154	174	182
예상과실제차이	-189	-312	-223	-154
손실계약	-100	-135	-131	-121
기타	-20	30	-7	0
보험료배분접근법모형	-5	-2	-2	-2
간접사업비	146	147	149	156
투자손익	391	87	409	320
보험금융손익	-3,040	-4,350	-2,891	-2,783
이자수익	2,539	2,673	2,749	2,831
배당수익	131	115	118	126
FVPL 평가손익	14	1,212	345	0
기타	746	436	89	147
영업이익	897	431	840	897
영업외이익	8	-19	4	0
세전이익	905	413	844	897
법인세비용	184	99	202	237
당기순이익	721	313	643	660

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,856	3,650	3,381	3,454
신계약 CSM	2,123	2,066	2,497	2,539
투자수익률	3.4	4.2	3.1	2.9
수정 Book Value	14,269	13,862	14,868	15,601
수익성				
수정 ROE	4.5	1.2	3.5	3.2
수정 ROA	0.6	0.1	0.4	0.4
주당 지표				
수정 EPS	912	230	662	656
수정 BPS	18,990	18,448	19,788	20,763
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.7	14.2	7.3	7.4
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 5 월 13 일)

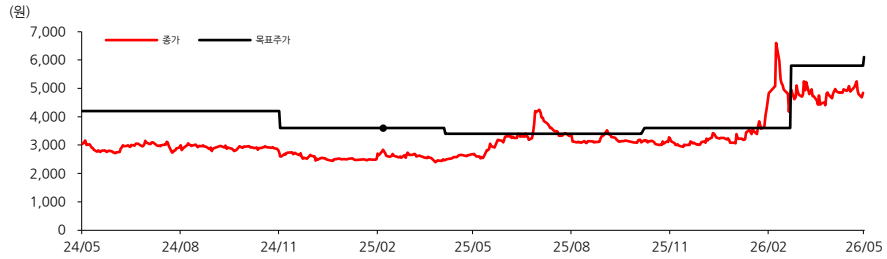
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화생명'은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.17	2024.06.17	2024.07.10	2024.08.14	2024.10.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,200	4,200	4,200	4,200	4,200
일 시	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,200	3,600	3,600	3,600	3,600	3,400
일 시	2025.10.20	2026.01.13	2026.03.06	2026.04.15	2026.05.13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	3,600	3,600	5,800	5,800	6,100	

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.14	Buy	3,600	-28.42	-21.25
2025.04.17	Buy	3,400	-6.76	24.71
2025.10.20	Buy	3,600	-3.81	83.33
2026.03.06	Buy	5,800	-16.79	-9.48
2026.05.13	Buy	6,100		

[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 2026 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%