



한화생명 (088350)

자산 평가익에 의한 상반기 서프라이즈

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 6,100원

현재 주가(7/13)	4,355원
상승여력	▲40.1%
시가총액	37,824억원
발행주식수	868,530천주
52 주 최고가 / 최저가	6,600 / 2,940원
90 일 일평균 거래대금	384.36억원
외국인 지분율	7.9%

주주 구성	
한화 (외 6 인)	45.1%
자사주 (외 1 인)	13.5%
예금보험공사 (외 1 인)	10.0%

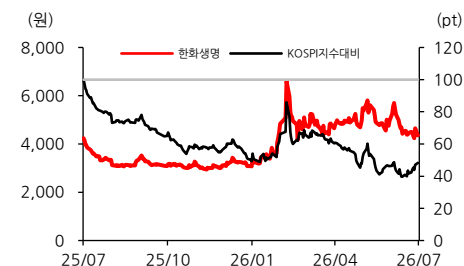
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.4	-6.3	42.1	4.4
상대수익률(KOSPI)	3.8	-23.5	-3.0	-109.9

(단위: 십억 원, %, 원, 배, %)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	506	344	371	518
투자손익	391	87	463	338
영업이익	897	431	834	855
당기순이익	721	313	638	630
CSM (*)	8,898	8,352	9,199	10,275
수정 EPS	912	230	655	616
수정 BPS	18,990	18,448	20,302	21,502
수정 PER	2.7	14.2	6.7	7.1
수정 PBR	0.1	0.2	0.2	0.2
수정 ROE	4.5	1.2	3.4	2.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

* 보유 순부채 기준

주가 추이



2Q26 순이익 1,764억원(+206% YoY)

한화생명의 2Q26 별도 순이익은 1,764억원(+206% YoY)으로 시장 컨센서스를 17% 상회하는 어닝 서프라이즈가 예상됨. 전분기와 마찬가지로 투자손익에서의 평가익 호조가 영향을 미침

vs. 2Q25(YoY): 보험손익이 42% 증가하며 경상 체력을 회복할 것으로 기대. 전년 중 손실계약으로 분류된 담보의 신계약 판매가 많아서 비용 부담이 컸던 기저효과가 작용함. 예실차는 전년 수준에서 유지되는데, 보험금 예실차의 적자폭이 전년 동기의 절반으로 감소하는 반면 사업비 예실차가 악화되면서 이를 상쇄할 것으로 예상됨. 투자손익은 흑자 전환하며 1,000억원대로 개선될 전망. 보유이권이 10bp 이상 개선된 것으로 추정되는 가운데, 일반계정에서 400억원대의 대체투자 평가익을 반영하고 변액계정의 매매평가익 호조가 동반된 결과

vs. 1Q26(QoQ): 보험손익은 보험금 예실차의 개선에 힘입어 63% 증가할 전망. 투자손익은 43% 감소하는데, 일반계정 내 대체투자 등의 자산 평가익이 전분기 중 2,000억원 수준에서 이번 분기 400억원대로 감소한 것이 주된 원인. 반면 특별계정 금융손익은 이번 분기 매매평가익이 호조를 보이면서 투자손익 감소폭을 완화할 전망

보장성 신계약 물량은 업권 전반과 마찬가지로 부진해 전년 동기보다 15%, 전분기보다 10% 감소할 것으로 추정함. 반면 단기납 종신 대신 중장기납 종신의 비중이 확대되면서 mix 효과로 인해 마진배수가 유의하게 상승할 것으로 기대. 이를 종합하면 신계약 CSM은 7,040억원(+15% QoQ)으로 증가할 전망. 해지 증가에 따른 조정(-2,500억원)에 더해 계리감독 선진화 방안의 영향(-1,500억원)을 반영하면서, CSM 잔액은 2% QoQ 증가할 것으로 추정됨

ROE 정상화를 동반할 경우 멀티플 개선 기대

한화생명의 12m forward PBR은 0.23배로 절대적으로 낮은 valuation 구간에 위치. 투자손익 호조에 의한 상반기 어닝 서프라이즈를 시현한 가운데, 보다 본질적인 보험손익의 회복을 나타내면서 ROE 정상화를 동반할 경우 멀티플 개선이 가능할 것으로 전망. 투자의견 Buy와 목표주가 6,100원을 유지함

[표1] 한화생명의 2Q26 주요 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	2Q26E	2Q25	YoY	1Q26	QoQ	컨센서스	차이
보험손익	102.0	71.8	42.1	62.4	63.5	n/a	n/a
투자손익	137.5	-4.0	흑전	241.9	-43.2	n/a	n/a
영업이익	239.5	67.8	253.1	304.3	-21.3	203.0	18.0
당기순이익	176.4	57.7	205.7	247.8	-28.8	150.5	17.2

자료: 한화생명, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화생명의 분기별 주요 손익 및 추정치

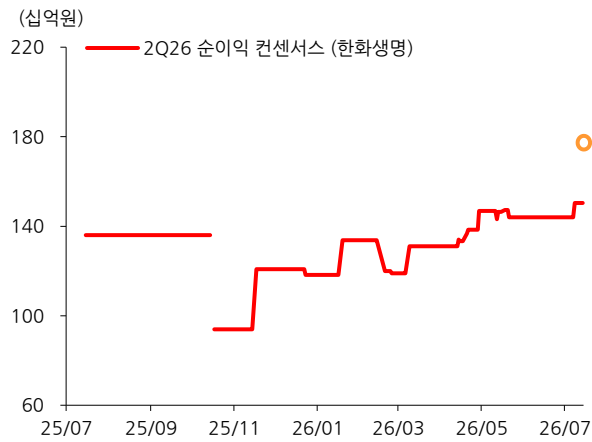
(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	QoQ	YoY
보험+재보험손익	104	72	-37	205	62	102	105	102	63.5	42.1
일반/VFA 모형	133	104	24	232	95	141	145	141	48.5	36.2
예실차	-25	-45	-131	-110	-84	-43	-54	-65	적지	적지
RA 변동	39	37	39	40	44	41	42	42	-7.7	10.2
CSM 상각	192	189	188	187	182	183	187	193	0.7	-2.7
손실계약관련(+: 환입, -: 비용)	-70	-89	-90	114	-40	-40	-30	-30	적지	적지
기타	-2	12	17	2	-7	0	0	0	n/a	n/a
PAA 모형	-1	0	-1	0	-1	-1	-1	-1	적지	적전
기타사업비	28	32	60	27	32	39	40	38	20.4	20.0
투자손익	45	-4	215	-169	242	137	36	48	-43.2	흑전
일반계정	-21	16	247	-64	246	87	36	48	-64.4	450.2
투자서비스손익	652	702	932	610	933	772	720	732	-17.2	10.0
보험금융손익	-672	-687	-684	-674	-687	-685	-685	-684	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	-4	50	0	0	흑전	흑전
영업이익	149	68	179	36	304	239	140	150	-21.3	253.1
영업외이익	3	3	-8	-17	4	0	0	0	n/a	n/a
세전이익	152	71	170	19	308	239	140	150	-22.3	235.8
당기순이익	122	58	136	-2	248	176	103	111	-28.8	205.7
CSM (보유 순부채)	8,642	8,606	8,826	8,352	8,554	8,759	9,108	9,199	2.4	1.8

주: 별도 기준, QoQ 및 YoY는 2Q26E 기준

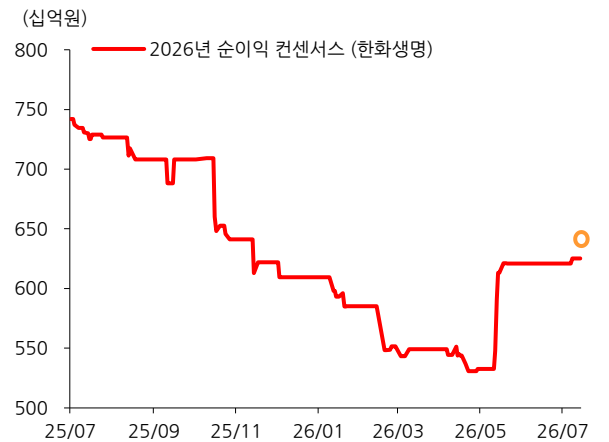
자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화생명의 2Q26 당기순이익 컨센서스



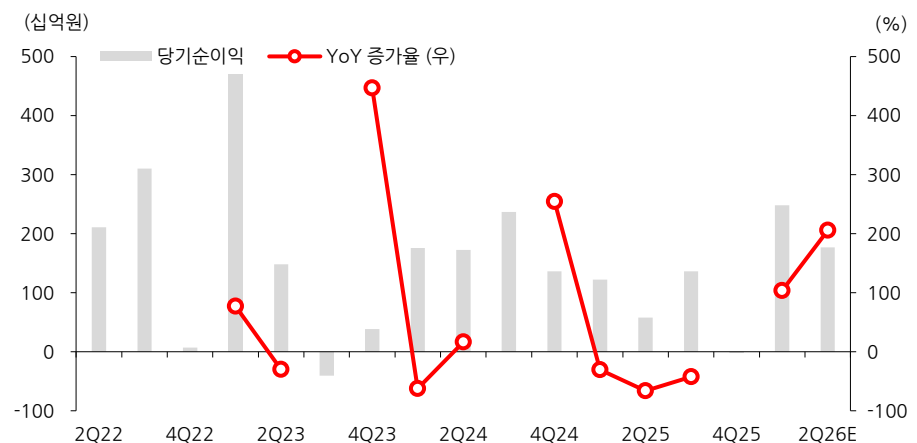
주: 황색 원은 당사 추정치
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화생명의 2026년 당기순이익 컨센서스



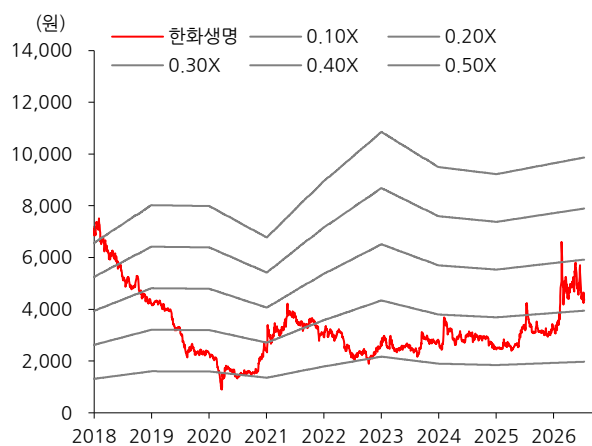
주: 황색 원은 당사 추정치
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화생명의 분기별 당기순이익 및 증가율



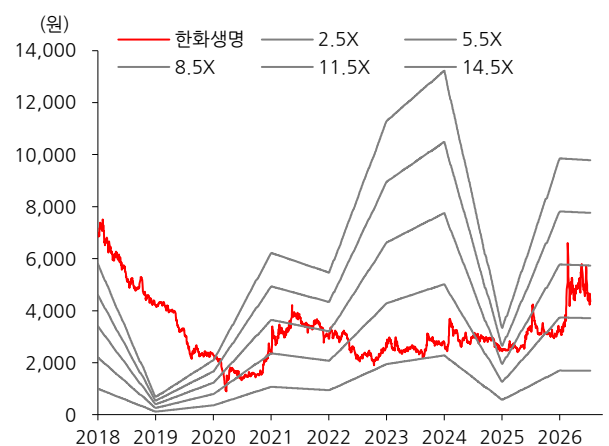
주: 2022년은 IFRS17 & IAS39 기준, 2023년 이후는 IFRS17 & IFRS9 기준
 자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화생명의 12m forward PBR



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화생명의 12m forward PER



자료: 한화생명, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
운용자산	105,018	107,602	106,480	108,626
현금및예치금	1,799	2,482	1,412	1,202
유가증권	85,830	88,460	88,512	90,308
FVPL	25,014	24,941	25,392	26,018
FVOCI	45,320	48,218	47,616	48,562
AC	11,543	10,689	10,876	11,100
대출채권	15,156	14,442	14,339	14,855
부동산	2,233	2,218	2,216	2,261
비운용자산	2,511	2,472	2,327	2,301
특별계정자산	14,606	15,703	16,594	17,268
자산총계	122,135	125,777	125,401	128,195
책임준비금	92,335	92,012	87,257	88,914
BEL	72,141	71,158	65,759	66,402
RA	1,891	1,986	2,193	2,364
CSM	9,044	8,643	9,483	10,561
PAA	4	6	6	6
투자계약부채	9,254	10,219	9,815	9,582
기타부채	4,822	5,567	7,636	7,636
후순위채	2,793	2,768	2,827	2,827
특별계정부채	14,626	15,727	16,601	17,275
부채총계	111,800	113,316	111,492	113,823
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	7,578	8,040
해약환급금준비금	3,631	6,508	7,373	7,836
자본조정	-1,114	-1,107	-1,095	-1,095
기타포괄손익누계	-1,363	-1,414	-469	-469
자본총계	10,335	12,461	13,909	14,372

성장률

(% YoY)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
자산총계	6.4	3.0	-0.3	2.2
운용자산	8.3	2.5	-1.0	2.0
부채총계	8.1	1.4	-1.6	2.1
CSM	-1.4	-4.4	9.7	11.4
자본총계	-9.2	20.6	11.6	3.3
보험손익	-22.2	-32.0	7.7	39.5
투자손익	332.1	-77.8	433.3	-27.1
영업이익	21.0	-51.9	93.4	2.6
순이익	16.9	-56.5	103.7	-1.3

주: IFRS 별도 기준

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E
보험손익	506	344	371	518
일반 및 변동수수료모형	657	493	522	676
CSM 상각	829	756	746	817
RA 변동	137	154	169	177
예상과실계차이	-189	-312	-245	-198
손실계약	-100	-135	-141	-121
기타	-20	30	-7	0
보험료배분접근법모형	-5	-2	-2	-2
간접사업비	146	147	149	156
투자손익	391	87	463	338
보험금융손익	-3,040	-4,350	-2,891	-2,783
이자수익	2,539	2,673	2,748	2,848
배당수익	131	115	118	126
FVPL 평가손익	14	1,212	400	0
기타	746	436	89	147
영업이익	897	431	834	855
영업외이익	8	-19	4	0
세전이익	905	413	838	855
법인세비용	184	99	200	225
당기순이익	721	313	638	630

주요 투자지표

(단위: 십억 원, %, 원, X)

	2024	2025	2026E	2027E
주요 지표				
월납 신계약 보험료	3,856	3,650	3,162	3,123
신계약 CSM	2,123	2,066	2,721	2,775
투자수익률	3.4	4.2	3.1	2.9
수정 Book Value	14,269	13,862	15,254	16,168
수익성				
수정 ROE	4.5	1.2	3.4	2.9
수정 ROA	0.6	0.1	0.4	0.4
주당 지표				
수정 EPS	912	230	655	616
수정 BPS	18,990	18,448	20,302	21,518
보통주 DPS	0	0	0	0
Valuation 및 배당				
수정 PER	2.7	14.2	6.7	7.1
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: 2026년 7월 14일)

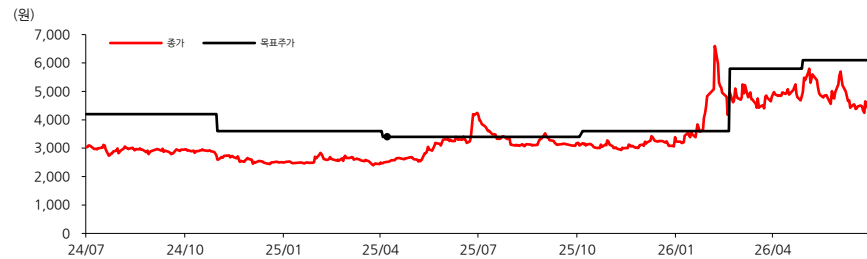
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화생명 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.08.14	2024.10.08	2024.11.11	2024.11.14	2025.01.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		4,200	4,200	4,200	3,600	3,600
일 시	2025.02.21	2025.03.13	2025.04.17	2025.10.20	2026.01.13	2026.03.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	3,600	3,600	3,400	3,600	3,600	5,800
일 시	2026.04.15	2026.05.13	2026.07.14			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	5,800	6,100	6,100			

[목표주가 변동 내역별 괴리를]

*괴리를 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 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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%