

한화생명 (088350)

Valuation 매력도가 돋보일 시기

금융

Analyst 조아해
like.cho@meritz.co.krRA 공건희
kunhee.kong@meritz.co.kr

2Q26 당기순이익 2,624억원: 컨센서스 상회

한화생명 2Q 당기순이익 2,624억원 (+354.6% YoY, +5.9% QoQ)로 컨센서스를 68% 큰 폭으로 상회했다 (별도 기준). 계리적 가이드라인 영향에도 불구하고, CSM잔액은 안정적인 수준을 기록했으며, 보험/투자손익 모두 양호한 수준을 기록했다.

[CSM Movement] CSM은 8.9조원 (+0.1% QoQ)로 계리적 가정 가이드라인 영향에도 불구하고 양호한 수준을 기록했다. 1) CSM조정은 계리적 가정 가이드라인 영향 (-2,700억원)으로 확대되었으나, 경상 수준은 안정적으로 관리되고 있다 (25회차 계약유지율 78% vs. 1Q26 77%, 4Q25 72%), 2) 신계약 CSM이 중장기납 종신보험 판매 확대에 따른 배수 개선 (12.3배; +2.1배 QoQ vs. 2025년 연간 7.5배) 기반 양호한 증가세를 시현했다 (+12.8% QoQ).

[보험손익] 전년동기대비 210.5% 큰 폭으로 증가했다. 1) 예실차는 개선되는 흐름세가 지속되고 있다. (3Q25 -1,264억원 → 4Q25 -1,161억원 → 1Q26 -919억원 → 2Q26 -557억원). 2) 계리적 가정 가이드라인으로 손실계약분이 이익으로 전환됨에 따라 손실계약부담비용이 환입되었다 (기타 +493억원 vs. 2Q25 -1,234억원).

[투자손익] 흑자전환되었다 (1,129억원 vs. 2Q25 -40억원). 금리 상승에 따른 채권 평가손실이 발생했음에도 불구하고, 양호한 주식시장 환경 기반 평가/처분이익이 양호했다 (1,248억원 vs. 2Q25 177억원).

[자본비용] K-ICS비용은 167.0% (+4.9%p QoQ)로 개선되었다. 요구자본 증가 (-4%p), 계리적 가정 가이드라인 영향에도 불구하고 (-2%p), 이익/CSM 확대 (+7%p), 금리 상승 (+4%p) 등으로 양호했다.

제도 개선만 시현된다면

투자의견 Buy 및 적정주가를 6,200원으로 상향한다. 예상을 상회한 2Q26 실적 기반 순이익 전망치 상향 조정 및 순자산 증가폭을 반영했다 (기타포괄손익누계액 흑전 YoY). 금리 상승이라는 우호적인 매크로 환경과 더불어 양호한 신계약CSM 성장률 (26E +3.3% 추정 vs. 25년 -4.3% YoY), 3Q25 이후 개선되고 있는 예실차 흐름 등 보험손익의 양호한 흐름세가 예상됨에도 불구하고 (26E 순이익 투자손익 일회성 요인 제거 기준 +80% YoY 추정), Valuation 매력도가 높다 (FY1 PBR 0.2배). 물론 해약 환급금준비금 부담에 따른 배당가능이익 불확실성은 상존하지만, 양호한 연결 이익 (1H26 +96.0% YoY) 및 제도 개선에 따라 변동될 여지가 존재한다.

Meritz Research 2026. 8. 13

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	6,200원
현재주가 (8.12)	4,700원
상승여력	31.9%

표1 한화생명, 2Q26P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 68% 상회 기록

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
보험손익	222.9	71.8	210.5	62.4	257.2				
투자손익	112.9	(4.0)	흑자전환	241.9	(53.3)				
영업이익	335.8	67.8	395.2	304.3	10.4	210.0	59.9	236.4	42.1
당기순이익	262.4	57.7	354.6	247.8	5.9	156.2	67.9	174.9	50.0
신계약 CSM	689	437	57.6	611	12.8				
CSM 잔액	8,928	8,833	1.1	8,921	0.1				
K-ICS비율 (%)	167	161	6.4	162	4.9				

주: 별도 기준

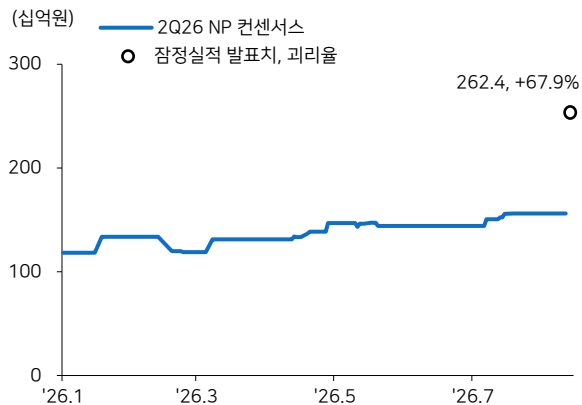
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화생명, 2026년 · 2027년 연간 지배주주순이익, 추정치 13%, 2% 상향

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
영업이익	912	822	11.0	811	803	1.1
지배주주순이익	714	631	13.2	608	594	2.4

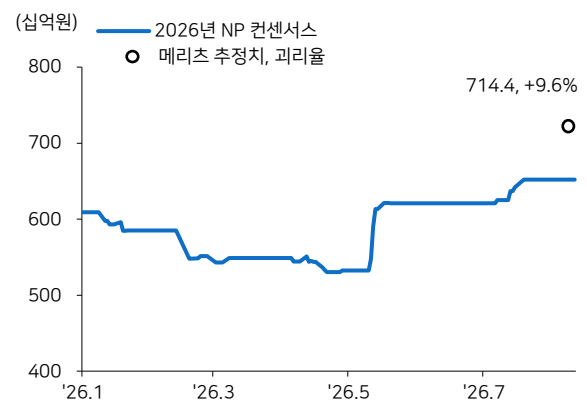
자료: FnGuide, 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26 지배주주순이익, 컨센서스 +67.9% 상회



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 지배주주순이익, 컨센서스 +9.6% 상회 전망



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표3 한화생명 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
보험손익	104.2	71.8	(36.6)	205.0	62.4	222.9	115.1	67.2	506.3	344.4	467.6
일반/변동수수료모형(VFA)	137.9	105.8	19.5	234.4	103.7	264.5	152.2	94.9	666.3	497.7	615.3
CSM상각	198.6	195.8	196.0	196.8	191.4	181.6	188.7	192.3	851.9	787.3	754.0
RA환입	38.9	37.2	39.5	40.0	44.3	47.7	48.7	49.4	138.1	155.6	190.2
예실차 및 기타	(99.6)	(127.2)	(216.0)	(2.4)	(132.1)	35.2	(85.2)	(146.8)	(323.7)	(445.1)	(328.9)
보험료배분(PPA)	(1.2)	0.3	(0.8)	(0.3)	(0.6)	0.3	(0.2)	0.1	(4.8)	(2.0)	(0.5)
재보험손익	(4.8)	(2.2)	4.6	(2.0)	(8.6)	(5.2)	(6.9)	(6.1)	(9.2)	(4.4)	(26.9)
기타사업비	(27.7)	(32.1)	(59.9)	(27.1)	(32.0)	(36.6)	(30.0)	(21.7)	(146.0)	(146.9)	(120.3)
투자손익	44.5	(4.0)	215.1	(168.8)	241.9	112.9	57.7	32.3	390.7	86.8	444.8
보험금융손익	(1,060.4)	(1,234.4)	(1,060.3)	(994.9)	(32.1)	(3,679.8)	(1,045.3)	(1,057.9)	(3,040.5)	(4,350.1)	(5,815.0)
투자서비스손익	1,104.9	1,230.4	1,275.4	826.2	274.0	3,792.7	1,103.0	1,090.1	3,431.1	4,436.9	6,259.8
영업이익	148.7	67.8	178.5	36.2	304.3	335.8	172.8	99.5	897.0	431.3	912.4
영업외이익	3.4	3.5	(8.2)	(17.4)	4.0	(15.5)	0.0	0.0	8.0	(18.6)	(11.5)
세전이익	152.1	71.3	170.3	18.9	308.3	320.3	172.8	99.5	904.9	412.7	900.9
법인세비용	(30.1)	(13.6)	(34.2)	(21.4)	(60.5)	(57.9)	(43.2)	(24.9)	(184.4)	(99.3)	(186.5)
당기순이익	122.0	57.7	136.1	(2.5)	247.8	262.4	129.6	74.6	720.6	313.3	714.4

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표4 한화생명 적정주가 변경 내역

(원)	New	Old	차이 (%)	현재가 (8/12)	Upside Potential
한화생명	6,200	5,500	12.7	4,700	31.9

자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

표5 한화생명 적정주가 산출

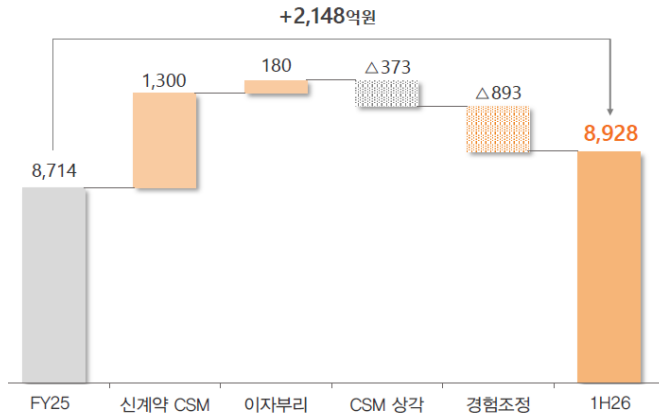
	단위	한화생명
3개년 평균 ROE [A]	%	4.7
Cost of Equity [B]	%	7.2
할증폭 [C]		6.5
조정 COE [E=B+C]		13.7
Eternal Growth [D]	%	0
Adj. Fair PBR (이론적 PBR) [F=(A-D)/(E-D)]		0.3
Premium/Discount [G]	%	0
Target PBR [H=F*(1+G)]	배	0.3
12M Fwd 수정 BPS [I]	원	18,082
적정주가 [J=H*I]	원	6,200
현재가 (8/12) [K]	원	4,700
Upside Potential [L=(J-K)/K]	%	31.9

주: Premium/Discount = 각 보험사별 K-ICS비율, 해약환급금준비금 기반한 주주환원을 확대 여력을 차등화하여 반영

수정 BPS = 자기자본+CSM규모-해약환급금준비금

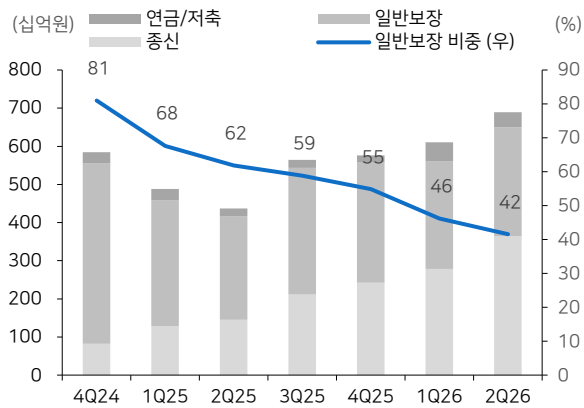
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



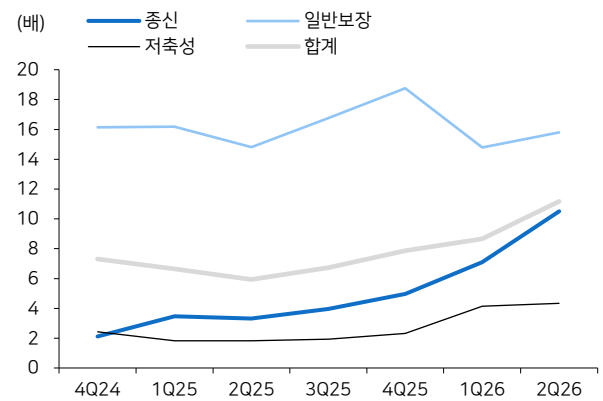
자료: 한화생명

그림4 신계약 CSM 추이



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

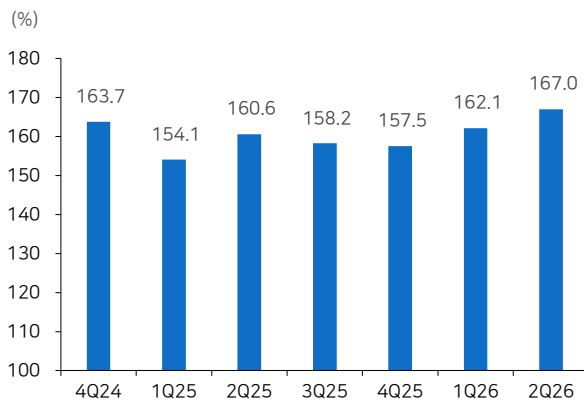
그림5 신계약 CSM 배수 (추정)



주: APE 기반 추정

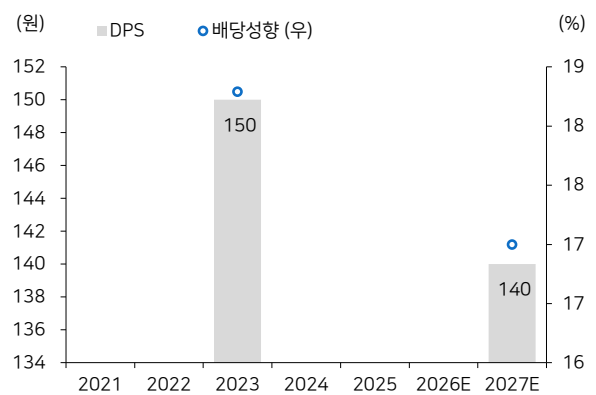
자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS, 배당성향 추이 및 전망



자료: 한화생명, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한화생명 (088350)

KOSPI	6,579.04pt
시가총액	40,821억원
발행주식수	86,853만주
유동주식비율	41.38%
외국인비중	8.42%
52주 최고/최저가	6,600원/2,940원
평균거래대금	271.5억원

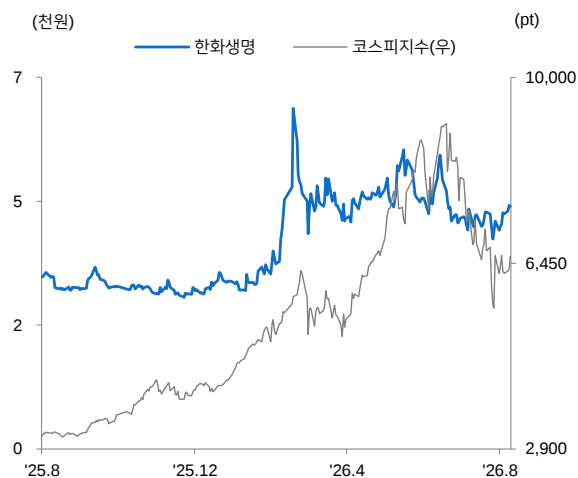
주요주주 (%)

한화 외 5 인	45.05
예금보험공사	10.00
국민연금공단	5.57

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	4.6	40.5
상대주가	14.9	-12.2	-31.9

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	0.18	7.0	0.6	-
2025	344	87	313	417	(56.5)	16,583	7.8	0.20	2.5	0.2	-
2026E	468	445	714	951	128.0	19,457	4.9	0.24	4.9	0.6	-
2027E	501	310	608	810	(14.8)	20,257	5.8	0.23	4.0	0.5	3.0
2028E	553	338	668	889	9.8	21,343	5.3	0.22	4.2	0.5	3.2

한화생명 (088350)

Balance Sheet (별도)

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	105,018	107,602	105,489	109,773	114,230
현금및예치금	1,799	2,482	1,264	1,315	1,368
유가증권	85,830	88,460	87,086	90,622	94,301
FVPL	25,014	24,941	24,121	25,101	26,120
FVOCI	45,320	48,218	47,004	48,913	50,899
AC	11,543	10,689	11,236	11,692	12,167
대출채권	15,156	14,442	14,770	15,370	15,994
부동산	2,233	2,218	2,370	2,466	2,566
비운용자산	2,511	2,472	2,515	2,618	2,724
특별계정자산	14,606	15,703	20,883	22,653	27,230
자산총계	122,135	125,777	128,888	135,043	144,184
책임준비금	106,440	108,948	107,417	112,972	121,295
보험계약부채	97,151	98,696	97,536	102,689	110,595
최선추정(BEL)	86,140	87,983	86,236	90,853	98,198
위험조정(RA)	1,899	1,994	2,289	2,412	2,607
보험계약마진(CSM)	9,109	8,714	9,004	9,417	9,783
보험료배분접근법(PAA)	4	6	6	6	6
투자계약부채	9,254	10,219	9,853	10,253	10,669
기타부채	(9,266)	(11,359)	(11,846)	(11,846)	(11,846)
부채총계	111,800	113,316	114,268	119,823	128,147
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	6,886	7,085	7,711	8,216	8,884
해약환급금준비금	3,631	6,508	7,561	7,908	8,134
자본조정	(1,114)	(1,107)	(1,084)	(1,084)	(1,084)
기타포괄손익누계액	(1,363)	(1,414)	96	192	340
자본총계	10,335	12,461	14,619	15,221	16,037

Key Financial Data I

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표 (원)					
EPS	959	417	951	810	889
BPS	13,755	16,583	19,457	20,257	21,343
수정 BPS	17,711	16,330	18,082	18,819	19,957
보통주 DPS	-	-	-	140	150
Valuation (배, %)					
PER	2.6	7.8	4.9	5.8	5.3
PBR	0.18	0.20	0.24	0.23	0.22
수정 PBR	0.14	0.29	0.26	0.25	0.24
배당성향	-	-	-	17.0	17.0
보통주 배당수익률	-	-	-	3.0	3.2
재무비율 (%)					
ROA	0.6	0.2	0.6	0.5	0.5
ROE	7.0	2.5	4.9	4.0	4.2
수정 ROE	5.4	2.6	5.3	4.3	4.5

Income Statement (별도)

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	506	344	468	501	553
일반/변동수수료모형(VFA)	666	498	615	623	670
CSM 상각	852	787	754	779	810
RA 환입	138	156	190	201	205
예실차 및 기타	(324)	(445)	(329)	(356)	(345)
보험료배분(PPA)	(5)	(2)	(0)	(0)	(0)
재보험손익	(9)	(4)	(27)	(26)	(26)
기타사업비	(146)	(147)	(120)	(96)	(91)
투자손익	391	87	445	310	338
보험금융손익	(3,040)	(4,350)	(5,815)	(4,311)	(4,607)
투자서비스손익	3,431	4,437	6,260	4,621	4,945
영업이익	897	431	912	811	891
영업외이익	8	(19)	(11)	0	0
세전이익	905	413	901	811	891
법인세비용	(184)	(99)	(186)	(203)	(223)
당기순이익	721	313	714	608	668

Key Financial Data II

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익					
신계약 CSM	2,123	2,066	2,547	2,476	2,461
CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준	6.6	6.8	10.0	9.7	9.6
CSM 상각률 (%)	7.5	7.0	6.7	6.8	6.8
CSM Movement					
기초 CSM	9,238	9,109	8,714	9,004	9,417
신계약 CSM	2,123	2,066	2,547	2,476	2,461
이자부리	350	358	367	369	385
CSM 조정	(1,751)	(2,032)	(1,870)	(1,654)	(1,670)
CSM 상각	(852)	(787)	(754)	(779)	(810)
기말 CSM	9,109	8,714	9,004	9,417	9,783
투자손익					
투자서비스 수익률	3.3	4.1	5.9	4.2	4.3
FVPL 제외 투자서비스 수익률	3.3	3.0	2.2	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 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화생명 (088350) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.08.14	기업브리프	Buy	4,000	조아해	-26.7	-23.5	
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	-13.3	5.5	
2026.08.13	기업브리프	Buy	6,200	조아해	-	-	