

# 한화생명 (088350)

## 대체투자 손익에 힘입어 예상치 상회

### 1Q26 별도 순이익 2,479억원(+103% YoY) 기록

한화생명의 1Q26 별도 순이익은 2,479억원(+103% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 실적을 기록했다. 컨센서스 상회를 상회한 주요 배경으로는 대체투자(PE/VC) 관련 손익 개선에 힘입어 투자손익이 큰 폭으로 상승한 점을 제시한다.

**[보험손익/신계약]** 보험손익은 624억원(-40.1% YoY)으로 전년 동기 대비 감소했다. CSM 상각 손익이 1,914억원(-3.6% YoY) 소폭 줄어들었으며 보험금 예실차 손익이 전년 대비 악화되며 예실차 손익이 -919억원으로 적자 폭이 확대되는데 기인한다. 다만 회사측이 적극적으로 언더라이팅 강화 등을 추진하고 있음을 감안할 때 향후 보험금 예실차 관련 부담이 축소되며 전체적인 보험손익 부담이 완화될 전망이다. 보장성 APE는 7,003억원(-11.2% QoQ)을 기록했으며 과거 중점적으로 판매해왔던 단기간 종신을 중장기납 종신으로 전환함에 따라 종신보험의 신계약 CSM 마진율은 개선되었으나 건강보험은 신규 상품 관련 영향으로 배수가 이전보다 다소 낮아졌다. 전체 신계약 CSM은 종신보험 마진 개선에 힘입어 6,109억원(+6.0% QoQ)을 기록했다. CSM 가정 조정 영향은 약 3천억원으로 경상 해지차 관련 영향 지속된 가운데 VFA 모형 관련 CSM 축소 영향이 축소되며 CSM 잔액도 8.9조원(+2.4% QoQ)으로 증가하는 모습이 나타났다. 다만 향후 계리적 가정 가이드라인과 관련하여 2Q26 사업비 및 표준위험률 손해를 가정 조정, 4Q26 간편담보 관련 가정 조정 등이 예정되어 있는 만큼 CSM 변동과 관련된 불확실성이 상존한다.

**[투자손익]** 투자손익은 2,419억원(+443.6% YoY)으로 대체투자 부문에서 과거 AI, 태양광 등 투자에 따라 1Q26에만 배당손익 2,200억원, 평가처분손익 1,980억원 등을 시현하며 큰 폭 개선되었다. 다만 PE/VC 투자에 대한 평가처분손익 특성 상 관련 손익의 지속가능성은 다소 낮다고 판단한다. 그럼에도 평가처분손익을 제외한 경상 투자손익도 약 300억원 수준으로 BEP 수준을 상회하고 있는 것으로 추정되는 만큼 경상적인 이익체력은 안정적인 수준이 지속될 전망이다. 해외 사모신용 익스포저는 약 1.6조에 달하나 분산된 익스포저 등 영향을 감안했을 때 우려는 제한적일 것으로 예상된다.

**[K-ICS]** K-ICS비율은 162%(4.98%p QoQ)으로 금리 상승에 따라 개선되었다. 기본자본 K-ICS 비율도 약 60% 내외 수준으로 추정되며 연말까지 해당 수준을 안정적으로 방어할 수 있을 것으로 예상된다. 다만 다소 가파른 해약환급금준비금 상승 추세가 이어지고 있어 제도 개선 전까지 배당 재개 관련 불확실성이 높다고 판단한다.

### 이익의 질과 제도 개선 확인 필요

한화생명의 1Q26 별도 실적은 대체투자 손익에 힘입어 어닝 서프라이즈를 기록했다. 1Q26 손익에서 연결 기준 해외사업 손익이 약 450억원 발생하는 등 해외 사업 진출에 따른 성과가 가시적으로 나타나는 점도 중장기적 기업가치 측면에서는 긍정적 요인이 될 수 있다고 판단한다. 다만 대체투자 관련 손익의 지속가능성 여부가 불투명한 가운데 보험금 예실차 중심으로 보험손익 부진 추세가 지속되고 있으며 VFA 관련 CSM 가정 조정이 감소했음에도 경상 해지 규모가 신계약 CSM의 약 50% 수준에 달하고 있음을 감안할 때 핵심 펀더멘털 측면의 개선에 대한 확인이 필요할 것으로 전망한다. 배당 재개를 위한 제도 개선이 요구되는 점 또한 부담 요인이다.

### Company Brief

**Buy** (Maintain)

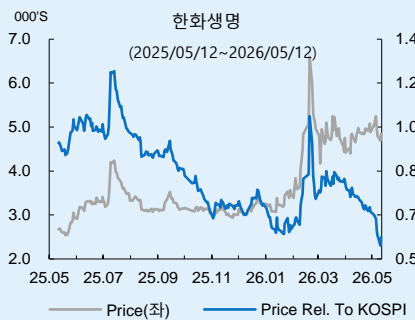
목표주가(12M)	5,900원(유지)
증가(2026.05.12)	4,845원
상승여력	21.8%

#### Stock Indicator

자본금	4,343십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	4,208십억원
외국인지분율	6.1%
52주 주가	2,535~6,600원
60일평균거래량	13,336,461주
60일평균거래대금	71.8십억원

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

#### Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	345	342	381	396
투자손익(십억원)	87	429	298	296
영업이익(십억원)	432	772	679	691
순이익(십억원)	314	620	544	553
EPS(원)	418	714	626	637
BPS(원)	12,500	14,136	14,496	14,869
PER(배)	7.8	6.9	7.9	7.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.4	6.2	5.1	5.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[금융]

설용진 2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

표1. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
<b>보험손익</b>	104	72	-36	205	62	121.4	88	70	-69.6	-40.1
CSM 상각	199	196	196	197	191	195.2	198	201	-2.7	-3.6
RA 해제	39	37	40	40	44	45.6	47	47	10.9	14.0
예실차	-29	-38	-126	-116	-92	-44.7	-84	-109	적지	적지
기타사업비용	-28	-32	-60	-27	-32	-32.5	-31	-27	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-76	-91	-86	111	-49	-42.2	-42	-42	적전	적지
<b>투자손익</b>	45	-4	215	-169	242	62.4	63	63	흑전	443.6
일반계정	-20.9	16	247	-64	246	62.4	63	63	흑전	흑전
자산운용수익	653	704	934	615	933	738.8	741	741	51.7	43.0
보험금융손익	-673	-688	-687	-679	-687	-676.4	-679	-679	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	-4	0.0	0	0	적지	적전
<b>영업이익</b>	149	68	179	36	304	183.9	151	133	738.0	104.5
영업외손익	3	3	-8	-17	4	-3.1	0	-1	흑전	17.9
세전이익	152	71	170	19	308	180.8	151	132	1,526.1	102.6
별도 당기순이익	122	58	136	-2	248	144.4	122	106	흑전	103.0
보장성 APE	688	743	879	788	700	670.0	677	645	-11.2	1.8
신계약 CSM	488	437	564	576	611	587.1	594	570	6.0	25.1
<b>자산총계</b>	125,761	126,797	127,200	125,777	124,018	124,348	124,697	124,360	-1.4	-1.4
운용자산	107,959	108,593	109,415	107,602	105,423	105,762	106,106	105,772	-2.0	-2.3
비운용자산	3,086	2,719	2,395	2,472	2,488	2,480	2,484	2,482	0.7	-19.4
<b>부채총계</b>	115,595	115,122	115,486	113,316	110,608	110,189	111,078	110,825	-2.4	-4.3
책임준비금	96,270	95,523	95,637	92,012	87,198	87,646	88,102	88,065	-5.2	-9.4
장기보험 CSM 잔액	8,866	8,833	9,059	8,714	8,921	9,066	9,216	8,821	2.4	0.6
<b>자본총계</b>	10,166	11,675	11,714	12,461	13,410	13,523	13,614	13,690	7.6	31.9
계약환급금준비금	3,934	4,672	5,279	6,508	7,109	7,343	7,453	7,529	9.2	80.7
ROE (%)	5.5	2.7	6.3	-0.1	10.0	5.6	4.6	4.0	10.2%p	4.5%p
K-ICS 비율 (%)	155.0	161.0	158.2	157.0	162.0	163.0	163.2	161.5	5%p	7%p

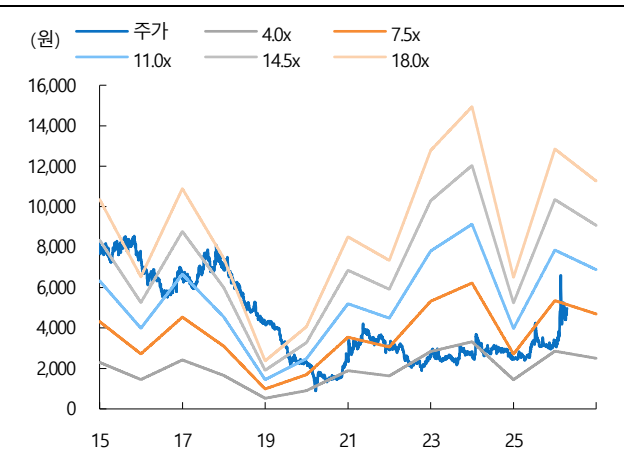
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 실적 추정치 변경

(십억원)		2025	2026E	2027E	2028E
보험손익	수정 후	345	342	381	396
	수정 전		399	423	448
	증감률(%)		-14.2%	-9.9%	-11.6%
투자손익	수정 후	87	429	298	296
	수정 전		268	266	265
	증감률(%)		60.2%	12.0%	11.5%
세전이익	수정 후	413	772	676	688
	수정 전		667	689	712
	증감률(%)		15.7%	-1.9%	-3.3%
순이익	수정 후	314	620	544	553
	수정 전		511	528	547
	증감률(%)		21.3%	2.9%	1.2%

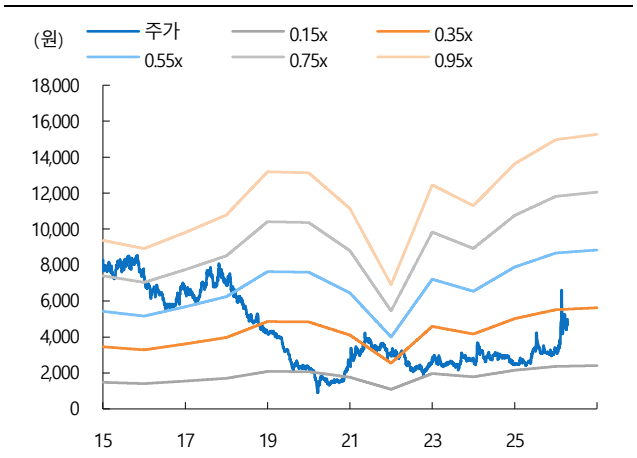
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



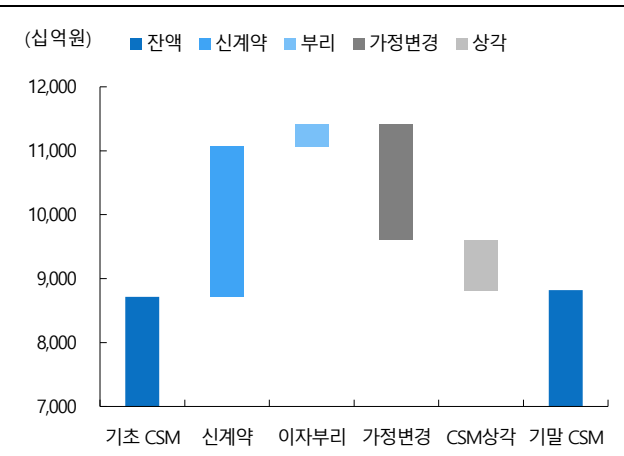
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



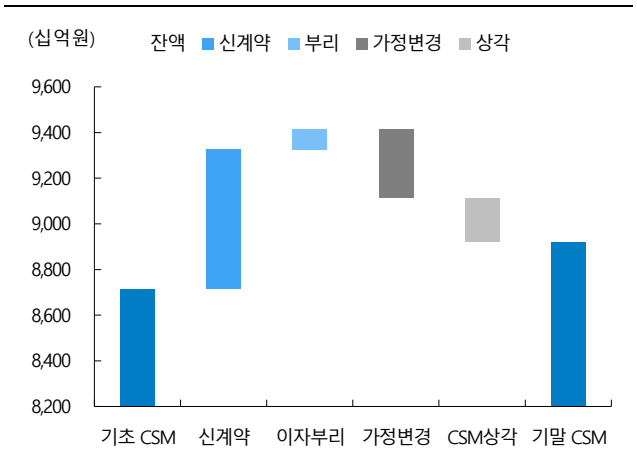
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: iM증권 리서치본부 추정

그림4. CSM Movement(분기)



자료: iM증권 리서치본부 추정

재무상태표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>운용자산</b>	<b>107,602</b>	<b>105,772</b>	<b>106,291</b>	<b>106,805</b>
현금 및 예치금	2,482	1,358	1,373	1,383
유가증권	88,460	88,050	88,554	89,056
대출금	14,442	14,190	14,276	14,361
부동산	2,218	2,173	2,088	2,005
<b>비운용자산</b>	<b>2,472</b>	<b>2,482</b>	<b>2,483</b>	<b>2,483</b>
특별계정자산 및 기타	15,703	16,106	16,106	16,106
<b>자산총계</b>	<b>125,777</b>	<b>124,360</b>	<b>124,879</b>	<b>125,394</b>
<b>책임준비금</b>	<b>92,012</b>	<b>88,065</b>	<b>89,407</b>	<b>90,819</b>
CSM잔액(원수)	8,714	8,821	8,921	9,041
계약자지분조정	11	-2	-2	-2
특별계정부채 및 기타	21,294	22,762	22,830	22,834
<b>부채총계</b>	<b>113,316</b>	<b>110,825</b>	<b>112,235</b>	<b>113,651</b>
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	7,593	8,014	8,445
해약환급금준비금	6,508	7,529	7,949	8,380
기타자본	-2,521	-1,800	-1,950	-2,100
비지배주주지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>12,461</b>	<b>13,690</b>	<b>13,961</b>	<b>14,241</b>

주요투자지표(1)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>신계약 수익성</b>				
APE	3,650	3,276	3,316	3,355
신계약 CSM	2,066	2,362	2,396	2,420
신계약 CSM 배수	56.6	72.1	72.3	72.2
<b>CSM 관련 지표</b>				
기초CSM	9,109	8,714	8,821	8,921
CSM 조정 가정 변경	-2,032	-1,811	-1,840	-1,840
신계약 CSM(원수)	2,066	2,362	2,396	2,420
CSM 이자부리	358	342	338	342
상각 전 CSM	9,501	9,607	9,715	9,844
CSM상각액	787	786	794	803
CSM상각률(%)	8.3	8.2	8.2	8.2
CSM 순증액	-395	107	101	120
<b>투자이익 관련 지표</b>				
총 운용수익률	2.7	3.0	2.9	2.8
평가처분손익 제외 수익률	2.6	2.7	2.7	2.7
<b>손익구성</b>				
보험손익	79.9	44.4	56.1	57.3
CSM상각	182.3	101.8	116.9	116.1
투자손익	20.1	55.6	43.9	42.7
<b>자본적정성</b>				
지급여력비율(K-ICS)	157.0	161.5	161.8	162.3

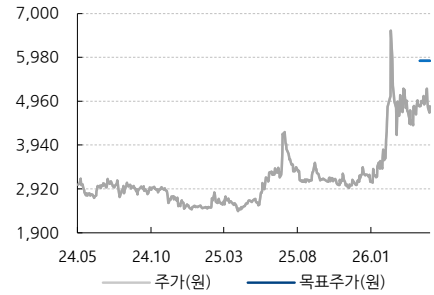
자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>보험손익(별도)</b>	<b>345</b>	<b>342</b>	<b>381</b>	<b>396</b>
CSM 상각	787	786	794	803
RA해제	156	184	195	202
예실차	-310	-330	-315	-316
손실계약비용	-147	-122	-124	-125
기타사업비/재보험손익	-141	-176	-169	-169
<b>투자손익(별도)</b>	<b>87</b>	<b>429</b>	<b>298</b>	<b>296</b>
자산운용손익	179	433	298	296
평가처분손익	102	288	150	150
보험금융손익	-92	-4	0	0
<b>영업이익(별도)</b>	<b>432</b>	<b>772</b>	<b>679</b>	<b>691</b>
영업외손익	-19	0	-3	-3
<b>세전이익(별도)</b>	<b>413</b>	<b>772</b>	<b>676</b>	<b>688</b>
법인세비용	99	152	133	135
법인세율(%)	24.0	19.7	19.6	19.6
<b>당기순이익</b>	<b>314</b>	<b>620</b>	<b>544</b>	<b>553</b>

주요투자지표(2)				
	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성지표(%)</b>				
운용자산증가율	2.5	-1.7	0.5	0.5
CSM증가율	-4.3	1.2	1.1	1.3
BPS증가율	1.7	13.1	2.5	2.6
보험손익증가율	-31.9	-0.8	11.3	3.9
투자손익증가율	-77.8	394.5	-30.6	-0.8
영업이익증가율	-51.9	78.7	-12.0	1.8
세전이익증가율	-54.4	86.8	-12.4	1.8
당기순이익증가율	-56.5	97.6	-12.3	1.8
<b>주당지표(원)</b>				
EPS	418	714	626	637
BPS	12,500	14,136	14,496	14,869
EV(BV+CSM)	21,263	22,385	22,813	23,273
보통주 DPS	0	0	0	0
보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation 지표</b>				
PER(배)	7.8	6.9	7.9	7.7
PBR(배)	0.26	0.35	0.34	0.33
P/EV(배)	0.15	0.22	0.22	0.21
ROE(%)	3.4	6.2	5.1	5.0
ROA(%)	0.3	0.5	0.4	0.4
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

한화생명 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-04-21	Buy	5,900		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-