

한화생명 (088350)

2026.04.21

Quality or Quantity, that is the question

[금융] 설용진
2122-9159 s.dragon@imfnsec.com

투자 의견 Buy, 목표주가 5,900원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 5,900원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 5,900원은 Target PBR 0.54배(신종자본증권 등을 제외하고 산출한 26E~28E 평균 조정 ROE 5.4%, CoE 7.1%, 베타 1, 영구성장률 0% 기준)에 2026E 조정 BVPS(신종자본증권 등 제외 기준) 11,089원을 적용하여 도출했다. 투자 리스크로는 1) 계리적 가정 등 제도 관련 손익 변동성, 2) 금리 등 변동에 따른 투자손익 변동 이슈 등을 제시한다.

신계약 규모는 크게 확대되었으나 내실 관리가 수반될 필요 존재

한화생명은 IFRS17 회계기준 전환 이후 가장 적극적으로 신계약을 확대하는 모습이 나타났다. 자회사인 한화생명금융서비스는 GA 업계 내 가장 많은 설계사 수를 보유하고 있으며 이러한 판매채널의 강점을 바탕으로 한화생명의 보장성 APE(종신+일반건강)는 삼성생명과 유사하거나 높은 수준까지 확대되는 모습이 나타났다. 향후 1200%를 확대적용, 4년/7년 분급 등 GA 채널에 대한 규제가 강화될수록 자본력을 보유한 GA의 강점이 부각될 것으로 예상되는 만큼 동사의 판매채널 측면의 강점은 지속적으로 우위를 가져갈 것으로 전망한다. 다만 신계약 CSM의 약 40~50% 수준이 매 분기 해지차로 인해 감소하고 있으며 건강보험 확대 등에 따라 예실차 손실이 지속적으로 악화되는 모습이 나타나고 있는 등 판매채널 측면의 강점에 비해 내실은 다소 아쉬운 모습이 지속되고 있다. 궁극적으로는 판매 채널 측면의 강점이 지속되는 가운데 예실차, 해지차 등 측면의 내실이 확보될 때 높은 Upside를 기대할 수 있을 전망이다.

2026E 순이익 5,114억원(+62.9% YoY) 전망

한화생명의 26E 순이익은 5,114억원(+62.9% YoY)로 컨센서스를 소폭 하락하는 실적을 전망한다. 보험손익은 3,991억원(+15.7% YoY)으로 전년도 대규모 예실차 및 손실계약비용에 따른 기저효과를 바탕으로 전반적인 실적 반등이 나타날 것으로 전망한다. 투자손익은 2,678억원(+208.4% YoY)으로 전년도 대규모 평가처분손실, 변액헤지손실 등에 따른 기저효과 영향을 감안했을 때 경상적인 수준으로 실적이 회복되더라도 전체적인 이익이 큰 폭 개선될 전망이다. K-ICS비율은 160% 수준을 전망한다. 최근 금리 상승 등을 감안했을 때 추가적인 자본비율 하락에 대한 우려는 제한적이라고 판단한다. 배당에 있어서는 보수적인 관점을 유지한다. 2025년 말 기준 동사 이익잉여금의 약 92% 수준까지 올라온 해약환급금준비금 규모를 감안했을 때 본질적인 해약환급금준비금 산출 방식 개편 혹은 대규모 적립비율 완화가 수반되지 않으면 현실적으로 배당 재개가 어려울 것으로 전망한다. 지배구조 관련 이슈에 있어서도 배당 재개 선행이 필수적이라고 판단하며 단기적으로는 보수적 관점의 접근이 필요할 전망이다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	5,900원(신규)
증가(2026.04.17)	4,900원
상승여력	20.4%

Stock Indicator

자본금	4,342.7십억원
발행주식수	86,853만주
시가총액	4,256십억원
외국인지분율	6.3%
52주 주가	2,475~6,600원
60일평균거래량	13,252,726주
60일평균거래대금	68.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	51.7	58.1	96.4
상대수익률	-8.0	25.5	-7.1	-52.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
보험손익(십억원)	345	399	423	448
투자손익(십억원)	87	268	266	265
영업이익(십억원)	432	667	689	712
순이익(십억원)	314	511	528	547
EPS(원)	361	589	608	630
BPS(원)	10,814	11,089	11,383	11,698
PER(배)	9.0	8.3	8.1	7.8
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	3.4	5.4	5.4	5.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2026E ~2028F ROE 평균	5.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	K-ICS 등 감안하여 차등적으로 적용	30.0%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.54
목표주가	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	5,900
현재가		4,900
Upside / Downside		20.4%
투자 의견		매수

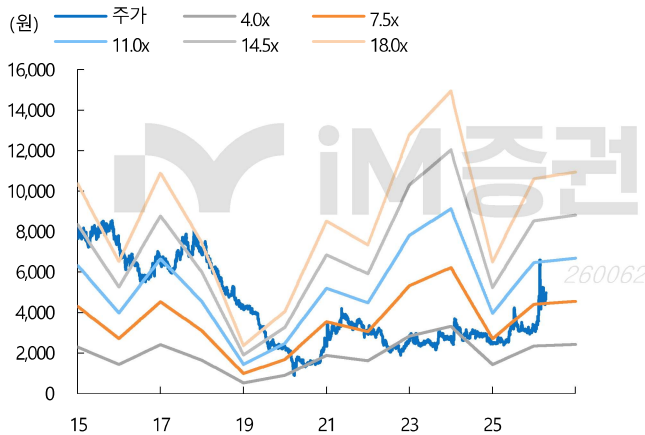
자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 시나리오별 목표주가 상승/하락 여력

항목	비고	내용
Upside case		63%
Sustainable ROE	예실차 축소, 투자손익 개선 등	6.4%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력의 뚜렷한 개선	-20.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.72
목표주가(Bull case)	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	8,000
Downside case		-16%
Sustainable ROE	예실차손실 확대, 대규모 손실계약 비용, 투자손익 부진 등	4.4%
COE	무위험수익률 2.56%, 리스크 프리미엄 4.53%, 베타 1 기준	7.1%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	K-ICS 및 이익 체력 부진세	-40.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.37
목표주가(Bear case)	2026F BPS 11,089 원에 Target PBR 적용	4,100

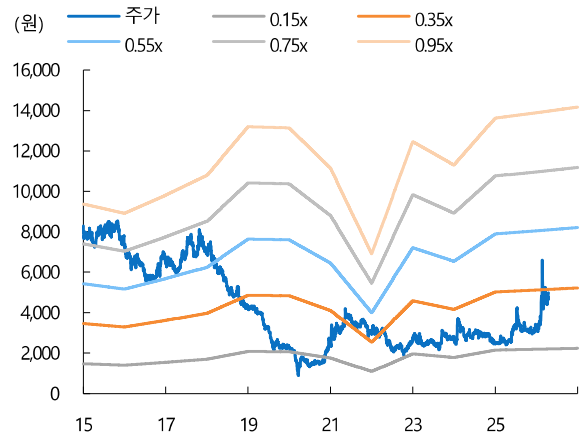
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. PER 밴드 추이



자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

그림2. PBR 밴드 추이



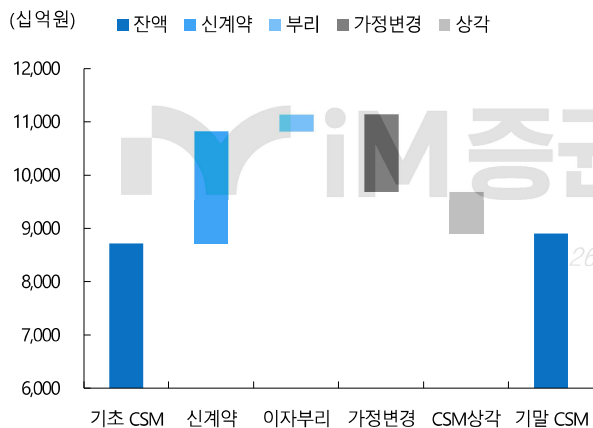
자료: FnGuide, iM증권 리서치본부 추정

표3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	% QoQ	% YoY
보험손익	104	72	-36	205	130	125.5	97	47	-36.6	24.6
CSM 상각	199	196	196	197	189	192.3	196	199	-4.0	-4.9
RA 해제	39	37	40	40	41	41.5	42	43	1.8	4.8
예실차	-29	-38	-126	-116	-31	-34.1	-69	-96	적지	적지
기타사업비용	-28	-32	-60	-27	-28	-32.5	-31	-27	적지	적지
손실계약비용 및 기타	-76	-91	-86	111	-41	-41.7	-41	-71	적전	적지
투자손익	45	-4	215	-169	75	64.3	64	64	흑전	67.6
일반계정	-20.9	16	247	-64	75	64.3	64	64	흑전	흑전
자산운용수익	653	704	934	615	751	743.9	748	750	22.1	15.1
보험금융손익	-673	-688	-687	-679	-676	-679.6	-683	-685	적지	적지
특별계정	65	-20	-32	-105	0	0.0	0	0	-100.0	-100.0
영업이익	149	68	179	36	205	189.8	161	111	463.1	37.4
영업외손익	3	3	-8	-17	-7	-8.6	-8	-8	적지	적전
세전이익	152	71	170	19	198	181.2	154	103	942.5	29.9
별도 당기순이익	122	58	136	-2	159	145.6	124	84	흑전	30.0
보장성 APE	688	743	879	788	769	736.3	743	708	-2.4	11.8
신계약 CSM	488	437	564	576	538	524.6	532	509	-6.6	10.2
자산총계	125,761	126,797	127,200	125,777	126,160	126,713	127,282	127,349	0.3	0.3
운용자산	107,959	108,593	109,415	107,602	108,024	108,557	109,136	109,198	0.4	0.1
비운용자산	3,086	2,719	2,395	2,472	2,433	2,453	2,443	2,448	-1.6	-21.2
부채총계	115,595	115,122	115,486	113,316	113,380	114,270	114,785	115,118	0.1	-1.9
책임준비금	96,270	95,523	95,637	92,012	92,628	93,242	93,895	94,159	0.7	-3.8
장기보험 CSM 잔액	8,866	8,833	9,059	8,714	8,889	9,049	9,214	8,905	2.0	0.3
자본총계	10,166	11,675	11,714	12,461	12,439	12,553	12,646	12,699	-0.2	22.4
해약환급금준비금	3,934	4,672	5,279	6,508	6,796	7,020	7,113	7,166	4.4	72.8
ROE (%)	5.5	2.7	6.3	-0.1	6.8	6.2	5.2	3.5	6.9%p	1.3%p
K-ICS 비율(%)	155.0	161.0	158.2	157.0	161.8	162.4	163.4	161.2	4.8%p	6.8%p

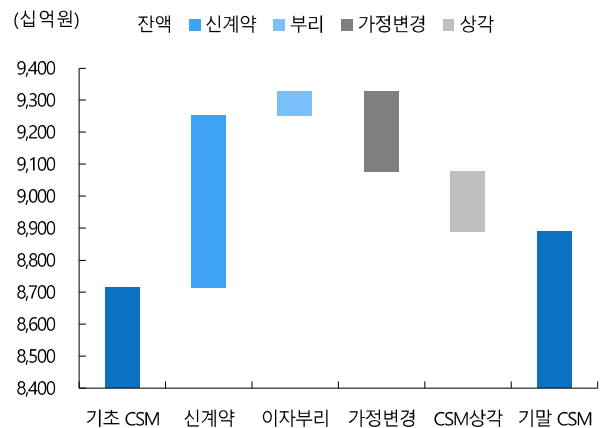
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. CSM Movement(연간 추정)



자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

그림4. CSM Movement(분기)



자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

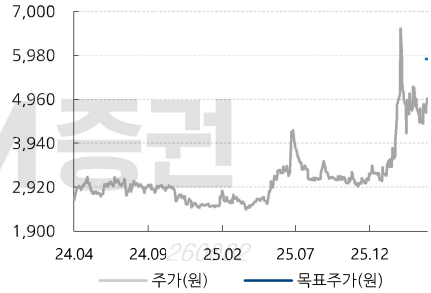
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
운용자산	107,602	109,198	110,802	112,421	보험손익(별도)	345	399	423	448
현금 및 예치금	2,482	2,597	2,707	2,814	CSM 상각	787	776	793	812
유가증권	88,460	89,798	91,144	92,504	RA해제	156	167	176	183
대출금	14,442	14,672	14,904	15,138	예실차	-310	-230	-231	-232
부동산	2,218	2,131	2,047	1,966	손실계약비용	-147	-118	-120	-121
비운용자산	2,472	2,448	2,446	2,446	기타사업비/재보험손익	-141	-195	-195	-195
특별계정자산 및 기타	15,703	15,703	15,703	15,703	투자손익(별도)	87	268	266	265
자산총계	125,777	127,349	128,951	130,571	자산운용손익	179	268	266	265
책임준비금	92,012	94,159	96,383	98,696	평가처분손익	102	170	170	170
CSM잔액(원수)	8,714	8,905	9,127	9,359	보험금융손익	-92	0	0	0
계약자지분조정	11	11	11	11	영업이익(별도)	432	667	689	712
특별계정부채 및 기타	21,294	20,949	20,927	20,926	영업외손익	-19	-31	-32	-32
부채총계	113,316	115,118	117,321	119,632	세전이익(별도)	413	636	657	681
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	법인세비용	99	124	129	134
신종자본증권	3,068	3,068	3,068	3,068	법인세율(%)	24.0	19.6	19.6	19.6
자본잉여금	485	485	485	485	당기순이익	314	511	528	547
이익잉여금	7,085	7,474	7,879	8,304					
해약환급금준비금	6,508	7,166	7,571	7,995					
기타자본	-2,521	-2,671	-2,821	-2,971					
비지배주주지분	0	0	0	0					
자본총계	12,461	12,699	12,955	13,229					

주요투자지표(1)					주요투자지표(2)				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
신계약 수익성					성장성지표(%)				
APE	3,650	3,321	3,357	3,394	운용자산증가율	2.5	1.5	1.5	1.5
신계약 CSM	2,066	2,103	2,145	2,166	CSM증가율	-4.3	2.2	2.5	2.5
신계약 CSM 배수	56.6	63.3	63.9	63.8	BPS증가율	1.7	2.5	2.7	2.8
CSM 관련 지표					보험손익증가율	-31.9	15.7	5.9	6.0
기초CSM	9,109	8,714	8,905	9,127	투자손익증가율	-77.8	208.4	-0.6	-0.6
CSM 조정 가정 변경	-2,032	-1,450	-1,450	-1,450	영업이익증가율	-51.9	54.4	3.3	3.4
신계약 CSM(원수)	2,066	2,103	2,145	2,166	세전이익증가율	-54.4	53.9	3.3	3.6
CSM 이자부리	358	313	320	328	당기순이익증가율	-56.5	62.9	3.3	3.6
상각 전 CSM	9,501	9,680	9,920	10,171	주당지표(원)				
CSM상각액	787	776	793	812	EPS	361	589	608	630
CSM상각률(%)	8.3	8.0	8.0	8.0	BPS	10,814	11,089	11,383	11,698
CSM 순증액	-395	191	222	232	EV(BV+CSM)	21,263	21,341	21,891	22,474
투자이익 관련 지표					보통주 DPS	0	0	0	0
총 운용수익률	2.7	2.8	2.8	2.8	보통주 배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
평가처분손익 제외 수익률	2.6	2.6	2.6	2.6	Valuation 지표				
손익구성					PER(배)	9.0	8.3	8.1	7.8
보험손익	79.9	59.8	61.3	62.9	PBR(배)	0.30	0.44	0.43	0.42
CSM상각	182.3	116.3	115.1	113.9	P/EV(배)	0.15	0.23	0.22	0.22
투자손익	20.1	40.2	38.7	37.1	ROE(%)	3.4	5.4	5.4	5.5
자본적정성					ROA(%)	0.3	0.4	0.4	0.4
지급여력비율(K-ICS)	157.0	161.2	161.3	161.4	배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한화생명, iM증권 리서치본부

한화생명 투자이견 및 목표주가 변동추이

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



260062

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-